



RIETI Discussion Paper Series 08-J-009

## 貿易取引通貨の選択と為替戦略： 日系企業のケーススタディ

伊藤 隆敏  
経済産業研究所

鯉渕 賢  
千葉商科大学

佐々木 百合  
明治学院大学

佐藤 清隆  
横浜国立大学

清水 順子  
専修大学

早川 和伸  
アジア経済研究所

吉見 太洋  
一橋大学



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所  
<http://www.rieti.go.jp/jp/>

## 貿易取引通貨の選択と為替戦略：日系企業のケーススタディ<sup>§</sup>

伊藤隆敏

経済産業研究所ファカルティフェロー

／東京大学大学院経済学研究科（兼）東京大学公共政策大学院教授

鯉渕賢

千葉商科大学商経学部専任講師

佐々木百合

明治学院大学経済学部教授

佐藤清隆

横浜国立大学経済学部准教授

清水順子<sup>+</sup>

専修大学商学部准教授

早川和伸

アジア経済研究所研究員

吉見太洋

一橋大学大学院商学研究科博士課程

---

<sup>§</sup> 本稿の基礎となったヒアリング調査にご協力頂いた多くの企業を始め、経済産業研究所研究コーディネーターの尾崎雅彦氏及び経済産業省、そしてまた実際にヒアリング調査に参加して頂いた小川英治教授（経済産業研究所ファカルティフェロー、一橋大学）、木村福成教授（慶應義塾大学）、塩路悦郎教授（一橋大学）に深く謝辞を申し上げたい。

<sup>+</sup> Corresponding author. E-mail: [jshimizu@isc.senshu-u.ac.jp](mailto:jshimizu@isc.senshu-u.ac.jp)

## 要旨

本論文は、日系企業の為替戦略というミクロ的な視点から東アジアの共通通貨バスケットの有用性を検証するため、理論的な予想とヒアリングを通じたケーススタディを融合させた研究の成果報告である。日本を代表する主要輸出企業 12 社の最新のヒアリング調査の詳細な検討を通じて、2000 年代の日系企業のインボイス通貨選択、為替リスク管理、価格設定の実態についての新しい「定型化された事実」を提示し、理論的整合性を検証している。第 1 に、1998 年外為法改正以降の完全に自由化された金融環境を所与として、2000 年代に入り同一グループ内貿易が大半を占めるようになった日系自動車・電機メーカーは、最適な為替戦略を達成する重要な手段として貿易取引におけるインボイス通貨選択を位置づけている。第 2 に、こうして達成される日系企業の為替戦略は、海外現地法人を可能な限り為替リスクから解放するため、先進国向け輸出において現地通貨建て取引を、東アジア向け輸出において米ドル建て取引を選択することによって販売価格を安定させる行動を採用している。これは文献で言われている PTM (Pricing-to-Market) と整合的である。第 3 に、近年の東アジアにおける米ドル建て決済の増加は、基軸通貨の金融取引面での便宜性に加えて、最終輸出先としての米国の重要性、域内生産拠点構築に伴う同一企業グループ内取引の増大に起因している。第 4 に、市場競争の激しさから、為替レートが大きく変化しても輸出企業は価格を容易に改定することが困難であり、競合他社の価格設定行動やインボイス通貨選択の影響を強く受ける傾向が顕著である。特に、日系企業の最重要地域である東アジアにおける米ドル建て決済への統一化傾向は、本社企業に円対ドルの為替リスクを負わせるだけでなく、域内現地企業にも現地通貨対ドルの為替リスクを負担させることになる。今後も東アジア域内貿易が一層拡大する中、域内諸国通貨が米ドルに対してより大きく変動するならば、為替協調政策による域内諸国間の為替レートの安定こそが重要な課題となる。そこに日系企業の為替戦略と密接に関わる東アジア共通通貨バスケットの新たな意義があると言えよう。

|   |    |
|---|----|
| 目次  |    |
| はじめに                                      | 4  |
| 1. インボイス通貨・パススルーと Pricing-to-Market (PTM) | 7  |
| 1-1. 短期の分析                                | 8  |
| 1-2. インボイス通貨の選択が輸出企業と輸入企業の利益に影響をもたない特殊ケース | 10 |
| 1-3. 輸入業者が輸出企業の連結子会社である場合                 | 11 |
| 1-4. 中期の場合                                | 11 |
| 1-5. 輸出先別価格差別化 (pricing to market)        | 12 |
| 1-6. メニューコスト (menu cost)                  | 13 |
| 2. 日系企業の為替戦略：為替リスク管理とインボイス通貨選択            | 15 |
| 2-1. 日系企業の海外活動の概観                         | 16 |
| 2-2. 日系企業の為替戦略の概観                         | 24 |
| 2-2-1. 1998 年の外為法改正                       | 24 |
| 2-2-2. 為替リスク管理体制とインボイス通貨選択による分類           | 27 |
| 2-3. 日系企業の為替戦略：ヒアリング調査結果の詳細               | 31 |
| 2-3-1. 自動車メーカーの為替戦略                       | 31 |
| 2-3-2. 電機メーカーの為替戦略                        | 35 |
| 3. インボイス通貨選択と為替レートのパススルー                  | 38 |
| 3-1. インボイス通貨選択のパターン：先進国間の比較と日本の特徴         | 39 |
| 3-2. 日系企業のインボイス通貨選択に関する「定型化された事実」         | 44 |
| 3-2-1. インボイス通貨選択の理論との整合性                  | 44 |
| 3-2-2. インボイス通貨選択に関する「定型化された事実」            | 46 |
| 3-2-3. インボイス通貨選択に関するまとめとインプリケーション         | 49 |
| 3-3. 為替レートの輸出入価格へのパススルー                   | 51 |
| 3-3-1. 為替レートの輸出入価格へのパススルー：ヒアリング調査結果       | 51 |
| 3-3-2. ヒアリング調査結果から考えられるパススルーに影響を与える要因     | 53 |
| 3-3-3. インボイス通貨選択とパススルーの関係からみたヒアリング調査結果    | 56 |
| 3-3-4. まとめ                                | 58 |
| 4. 東アジアにおける共通通貨バスケット導入の可能性について            | 59 |
| 4-1. 基軸通貨としてのドルの利点                        | 60 |
| 4-2. 東アジア通貨取引の現状と問題点について                  | 61 |
| 4-3. 東アジアにおける共通通貨バスケットに期待すること             | 63 |
| 結語  | 66 |
| 参考文献                                      | 68 |

## はじめに

2004 年 10 月にスタートした RIETI「東アジアの金融協力と最適為替バスケット」研究プロジェクトでは、東アジアにおける最適な為替相場制度として共通通貨バスケットを長期的に望ましい選択肢と位置づけ、通貨バスケット移行までの金融為替政策運営、望ましい通貨バスケット制の形態を探るという政策に直結する研究を行ってきた<sup>1</sup>。

これまで扱ってきた主な研究テーマとしては、以下があげられる<sup>2</sup>。第 1 に、東アジアにおける共通バスケットを構成する最適なウェイト構成を考察し、仮想的なバスケット運営の下で各国通貨が中心レートからどの程度乖離しているかをシミュレートすることである。この研究成果として創出されたアジア通貨単位（AMU）および AMU 乖離指標のデータは、2005 年 9 月より RIETI のウェブサイトにて公表され、内外の研究者からアクセスされている<sup>3</sup>。第 2 に、危機後の東アジアの為替変化の原因を為替のパススルーの観点から分析することである。現在の東アジアでは、所得水準、成長率、債務比率、金融・資本市場の成熟度、政治体制、経済発展段階それぞれにおいて欧州を上回る格差がある。例えば、金融協力に大きな影響を与えるインフレ率一つをとっても、為替パススルーの高さによって政策の組み立てとウェイトは異なり得る。パススルーの研究については、東アジア、中南米、トルコなど通貨危機を経験した国に焦点を当て、通貨危機後の為替レート的大幅な切り下げ及び為替レート制度の変更が国内物価に及ぼした影響について、為替レートのパススルーの分析手法を応用して実証分析を行ってきた<sup>4</sup>。第 3 に、New open macroeconomics の視点から通貨バスケット制度を分析する研究である。名目為替レートのパススルー率が近年低下してきているという議論を踏まえて、不完全なパススルーを許容する 4 カ国動学的一般均衡モデルを構築し、パススルー率が高いケース、低いケースそれぞれにおいて、為替変動・金融政策などに対する諸変数のインパルス応答関数を求め、これらの比較を行った<sup>5</sup>。このような為替変動と金融為替政策の関係を分析する研究においては、パススルーの高さとともに東アジア各国のインボイス通貨が何であるかが重要な鍵となる。

現代の国際金融が抱える最も大きな問題の一つとして、世界的な貿易不均衡（グローバル・インバランス）が挙げられる。グローバル・インバランス是正のためには何らかの為替調整が必要となるが、その際にアジアの為替体制がばらばらであれば、米ドルが下落する際に米ドルに対して増価する通貨と、米ドルとともに減価する通貨が出現する。その結果として、アジア域内通貨間の為替レートが必要以上に変動するのは、域内貿易

---

<sup>1</sup> 当研究プロジェクトは、東京大学伊藤隆敏教授を主査、一橋大学小川英治教授を副主査とする研究会の下に行われている。

<sup>2</sup> これまでの研究成果は伊藤・小川・清水(2007)にまとめられている。

<sup>3</sup> 詳細は Ogawa and Shimizu (2005)を参照。データは <http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html> にて公表されている。

<sup>4</sup> 詳細は Ito and Sato (2007, 2008)を参照。

<sup>5</sup> 詳細は Shioji (2006)を参照。

比率が高い東アジアにとっては好ましくない。さらに、通貨危機の再発を防ぐという意味においても、東アジア諸国は通貨危機発生の一因であったドルペッグ政策から、より柔軟な為替制度に移行する必要があるだろう。このようなマクロ問題を解決する上で、東アジアは共通の通貨バスケットを用いた為替協調制度を構築することが望ましい、というのがこれまでの提案の根拠であった。しかし、世界経済に占める中国や東アジア経済の存在感が急速に高まり、また、日本やNIESから中国への直接投資によって生産・流通ネットワークが東アジア全体に拡大する中で、将来予想される為替調整やこれに伴うマクロ政策・構造政策、及びその後の為替体制がどのようなものであれば、こうした三角貿易構造や進展する東アジア経済統合と整合的で望ましいか、という視点も必要である。東アジアにとって望ましい為替体制が何であるか、という問題を解くためには、従来のマクロ的視野のみならず、企業による国際的な立地選択とフラグメンテーション、企業の為替リスク管理というミクロ的な視野に立ち、企業の価格戦略、インボイス通貨選択、パススルーという問題を考えることが非常に重要となる。

このような背景をふまえて、東アジアの金融協力と最適通貨バスケットの研究はより一層深化される必要があるだろう。そこで、これまでの東アジアをマクロ的に捉えるという視点から日系企業<sup>6</sup>の為替戦略というミクロ的な視点に転じ、「日系企業にとって東アジアの共通通貨バスケットに期待する有用性とは何か」という問題意識の下に企業ヒアリングを実施することになった。企業ヒアリングの主な目的は、日系企業の輸出・輸入におけるインボイス通貨（建値通貨・決済通貨）の選択と貿易価格設定に関する実態を把握することにある。インボイス通貨の選択行動、あるいは為替レートのパススルー（為替レートの変動に伴い輸出価格や輸入価格がどのように変化するか）は、通貨バスケット制度の安定的な運営に大きな影響を及ぼしうる。企業の為替戦略やインボイス通貨選択行動の実態に関する調査を通じて、東アジアにおいて共通通貨バスケット制が最も望ましい形であるか否かを検証することは、共通通貨バスケットの提案を進展させるためには必要不可欠であろう。

本論文が日系企業からデータを収集する方法として企業ヒアリングを選択した理由は以下の通りである。今回の調査の目的は、日本企業の輸出・輸入におけるインボイス通貨（建値通貨・決済通貨）の選択と貿易価格設定に関する実態を把握することにある。インボイス通貨の選択行動、あるいは為替レートのパススルー（為替レートの変動に伴い輸出価格や輸入価格がどのように変化するか）は、通貨バスケット制の安定的な運営に大きな影響を及ぼしうる。しかし、このような企業の為替戦略に関するデータは、ディスクロージャー資料において一部公表されているとしても、全社的にまとめたものである場合が多く、詳細なデータを手に入れることは難しい。さらに、なぜそのような為替戦略を採っているのかという根拠に関する情報を手に入れることができない。企業の

---

<sup>6</sup> 本稿では、「日系企業」と「日本企業」を特に区別しない。従って「日本企業」から在日の外資系企業を必ずしも排除していない。

為替戦略やインボイス通貨選択行動の実態に関する調査を通じて、東アジアにおいて共通通貨バスケット制が最も望ましい形であるか否かを考察するためには、日本企業がどのようなインボイス通貨を使用しているか、価格設定をどのように行っているかについての情報収集および考察が必要となる。このような情報収集については、大規模アンケート調査を行い企業の担当者に記入を依頼する方法と、インタビューを通じてインタラクティブに深く情報を聞き出す方法がある。前者は多くの企業（1000 社以上）の情報を得ることができるという利点はあるものの、詳細な記入を求めれば求めるほど回答の回収率は下がる。さらに回答してくる企業は、回答することに前向きである企業、あるいは時間的余裕がある企業であり、サンプル・バイアスが懸念される。そこで今回は比較的少数（十数社）の企業を直接訪問し、質疑応答を通じてこちらの関心事項を確実に聞き出すというアプローチを採用することとした。為替のインボイスについての戦略を選択した根拠に関する情報や実際のデータ（社内の統計値）を収集することも期待された。

1990 年代以降、東アジアにおいて生産ネットワークを構築してきた日本企業が、為替環境が大きく変動する中でどのように為替リスク戦略を対応させてきたか、という時系列的な情報について、広く浅くではなく、一つの企業における為替戦略の変遷を深く分析することは非常に有益な分析手法と考えた。アジア通貨危機から 10 年が経過した現在、日本企業を対象として為替戦略やインボイス通貨選択行動の実態に関するヒアリング調査を行った前例はあまり無く、今回の企業ヒアリングによって得られた日本企業のケーススタディは大変貴重な結果を提示するものとなろう。

具体的には、以下の論点を中心に東アジアに生産ネットワークを展開する日系企業を対象としてヒアリング調査を実施した。第 1 に、企業の輸出入におけるインボイス通貨（決済通貨）の割合はどのようになっているのか、またその選択は何によって決められるのか、第 2 に、昨今の為替レート変動に応じた国内・輸出・輸入価格変更（パススルー）の実態はどのようになっているのか、第 3 に、将来的にアジアにおける共通通貨バスケットに期待されることは何か、である。これらの質問に加えて、各社がどのような体制の下に為替リスク戦略を行っているのか、についても情報をいただいた。調査対象企業は、国内および東アジアに生産拠点や販売拠点として工場や現地法人をもつ代表的な日本企業 12 社にお願いし、ご協力いただいた。

本論文は、ヒアリング調査に参加した複数の研究者が各自の専門とするテーマに沿って執筆している。各節の執筆者は以下の通りである。第 1 節：伊藤隆敏、第 2 節：鯉淵賢、早川和伸、吉見太洋、第 3 節：佐藤清隆、佐々木百合、第 4 節・序論・結語：清水順子である。日系企業のケーススタディについては、早川・吉見両名が中心となって各テーマに従って整理・分類を行った。また、ヒアリング調査全体については清水が統括した。本論文の構成は以下の通りである。第 1 節では、本論文の 3 つキーワードとなるインボイス通貨・パススルーと Pricing-to-Market (PTM) の理論的關係について簡潔に

説明する。第2節では、日系企業をとりまく国際的貿易・分業環境の概観を行なうとともに、それら環境変化が日系企業の為替戦略に与えてきた影響を考察する。さらに、日系企業のインボイス通貨選択と為替戦略の現状についてのヒアリング調査結果をまとめている。第3節では、第1節の理論分析が示唆するインボイス通貨選択とパススルーのパターンがヒアリング調査結果と整合的であるか否かを比較検証し、日系企業のインボイス通貨選択とパススルーに関する「定型化された事実」(Stylized Facts)を新たに提示する。第4節では、現時点における東アジアにおける共通通貨バスケット導入の可能性について日系企業のケーススタディをもとに考察し、第5節で結論と今後の課題を提示する。

## 1. インボイス通貨・パススルーと Pricing-to-Market (PTM)

本節では、次節以降の分析やヒアリング結果に頻繁に登場する、インボイス通貨(invoice currency)、パススルー(pass-through)、輸出先別価格づけ(pricing-to-market: PTM)という、お互いに関連している三概念について定義し、議論を整理する。

輸出国(以下、日本)の企業が輸入国(以下、アメリカ)に製品を輸出する場合を考察する。この企業の製品はアメリカ国内において不完全競争にさらされている——つまり価格を変更すると需要が影響を受ける——と仮定する。この企業の製品への需要(関数形)は、競合他社の価格づけやアメリカ顧客の所得などの影響を受ける。とくに競合他社がアメリカ企業か日本企業か、あるいは第三国の企業かにより、為替レート変化がこの競合関係にどのような影響を与えるかは変わってくるであろう。日本の輸出企業は、製造コストの大半は自国通貨(円)であり、収入は輸出先の通貨(ドル)となる。通常値決めをして製品を輸出してから実際に販売収入を回収するまでには時間差があり、その間に為替レートを変動がある。したがって、一般的には輸出企業(または輸入企業)は為替リスクを完全に打ち消すことはできない。

輸出企業(および輸入企業)は、最終的な決済時点の為替レート $s$ についてある予想(平均、 $\bar{s}$ の特定の確率分布)に基づき、生産計画(輸入計画)を立てる。決済時に実現する為替レートは1ドル $s$ 円と表現されていて、 $s = \bar{s} + \varepsilon$ である。ここでは為替レート予想(の分布)、製品の型式、コスト、需要関数の形状が一定であるような「短期」の状況を考える。現実的にはおおよそ3ヶ月から6ヶ月程度先までの期間を考えている。(毎日少量輸出するのではなく、ある程度まとまった数量 $Y$ を一時点で輸出すると考えるのが現実的である。)この「短期」のなかでは、「為替レートの変動」というのは、確率変数である為替レートの「実現値が決まること」を意味している。

中期的には、為替レートの平均値や分布そのものが変化して、それにより輸出価格、輸入価格、輸入国の小売価格、輸出量に変化するが、これは「為替レートの中期的変動」



と呼ぶことにする。これについては後で分析する。

### 1-1. 短期の分析

輸出数量 ( $Y$ ) の単位あたり円で表現した輸出価格を  $P^x$ 、為替レートがかかったドル建ての輸入価格を  $P^M = P^x / s$  と表す。為替レートの変動 ( $\varepsilon$  の実現値) にかかわらず円表示の輸出価格を固定する ( $\bar{P}^x$ ) ことを円建てインボイスといい、ドル表示の輸入価格を固定する ( $\bar{P}^M$ ) ことをドル建てインボイスという。この通貨の選択をインボイス通貨の選択という<sup>7</sup>。輸出業者は円建てで輸出する場合と、ドル建てで輸出する場合のどちらが期待利潤が高いかでインボイス通貨を決める。より一般的には、輸出業者と輸入業者の交渉により、インボイス通貨が選択される。

輸出製品を円建てインボイスすれば、輸出企業は為替リスクを回避して円建ての確定的な収入 ( $\bar{P}^x Y$ ) を得ることができるが、輸入業者にとっての製品輸入コスト ( $\bar{P}^x Y / s$ ) は為替レートの変動に合わせて変動することになる。逆に輸出をドル建てで価格付け (ドル建てインボイス) すればドル建て輸入価格 ( $\bar{P}^M$ ) が固定され、円建て輸出価格 ( $P^x = s \bar{P}^M$ ) が為替レートの変動に合わせて変動することになる。輸出企業の収入 ( $s \bar{P}^M Y$ ) が為替レートに合わせて変動する一方、輸入業者のコスト ( $P^M Y$ ) は固定化される。ただし、為替レートに不確実性がない ( $\varepsilon \equiv 0$ ) 場合にはインボイス通貨の議論は無意味になる。

輸出価格は、コストに輸出利益マージンを上乗せしたものである。

$$P^x = C(Y)(1 + m^x)$$

輸入価格 ( $P^M$ ) に輸入業者の利益マージン ( $m^M$ ) と流通コスト ( $d^M$ ) を上乗せしたものが、アメリカの小売価格

$$P^U = P^M (1 + m^M) + d^M$$

になる。円建てインボイスの場合は、為替レートの変動により輸入業者の利益が圧縮されたり増幅したりする為替リスクを負うことになる。この場合、為替レートの変動がどれほど小売価格の変動に影響するか (つまり輸入業者の利益マージンが圧縮されるかどうか) は、需要の価格弾力性により決められる。一方、ドル建てインボイスの場合は輸入コストは為替レートの変動に影響されないので、輸入業者の利益は為替レートの変動

<sup>7</sup> Fukuda and Ono (2005) は、さらに第三国通貨建てにするケースも考察している。

にかかわらず（需要関数が変わらない限り）一定である。

短期の間に為替レートが変化するとき、アメリカの小売価格はどのように変化するであろうか。一般に、為替レートの変動が輸入国の輸入価格や小売価格へ与える影響を「パススルー」と呼ぶ。短期の問題と中期の問題を区別して考えることも必要である。短期的に、インボイス通貨の選択はパススルーの程度に影響するであろうか。

為替レートが変化した分がすべて輸入国の国内価格変化として現れる場合を「パススルーが完全（1）である」といい、為替レートが変化しても国内価格が変化しない場合を「パススルーがない（0）」という。正確には為替レートの変化率と国内価格の変化率の比である。

つまり、輸入価格（ $P^M$ ）で見るとパススルーの程度は

$$\rho^M(\varepsilon) = -\{\Delta P^M / P^M\} / \{\Delta s / \bar{s}\}$$

と定義され、小売価格（ $P^U$ ）で見ると、

$$\rho^U(\varepsilon) = -\{\Delta P^U / P^U\} / \{\Delta s / \bar{s}\}$$

と定義される。ただし、 $\Delta s = s - \bar{s} = \varepsilon$  である。

短期の輸入価格で見る限り、インボイス通貨の選択とパススルーは一对一に対応している。

$$\rho^M(\varepsilon) = 1 \Leftrightarrow \text{円建てインボイス}$$

$$\rho^M(\varepsilon) = 0 \Leftrightarrow \text{ドル建てインボイス}$$

しかし、アメリカの小売価格についてはこれほど単純ではない。まず、短期の為替変動で輸入価格が大きく変動する場合（円建てインボイス）でも、輸入業者がそれを小売価格に転嫁できるわけではない。為替変動により需要の価格弾力性が変化しない場合（競争相手の企業がドル建てのコスト関数を持つアメリカ企業の場合）には（かつ、短期の間に在庫を持つことなく売り切るのであれば）、輸入企業のコストが為替レートの変動により変化したとしても、すでに輸入している製品を販売しつくすために必要な価格付けは変わらないことになる。利益（マージン）が為替レートの変動に応じて大きく変動するが、小売価格は変化しない（パススルーはゼロ）。

逆に、為替レートの変動によって輸入価格が変動しない場合（ドル建てインボイス）では、輸入業者のコストが変わらないのでパススルーは小さくなる可能性がある。もし、競合相手もドル建てインボイスであり、あるいは米国の国内企業であれば、彼らもコストは為替レートの変動には影響を受けない。したがって、この場合はパススルーはゼロ

になる。 $\rho^U(\varepsilon) = 0$  となる<sup>8</sup>。

また、為替レートとは独立であるような流通コストや間接税が存在する場合にも、変化率でみる小売価格は完全なパススルーではなくなる。一般的には、 $0 \leq \rho^U \leq 1$  である。特殊な場合として需要関数（特にこの企業の製品に対する需要の価格弾力性）にある仮定を置くことで、小売価格の変化を予想することができる。

$\rho^U = 0 \Leftrightarrow$  在庫を残さない、かつ需要関数が為替レートの変動により変化しない場合

また当然のことながら、小売市場が完全競争の場合には価格競争力がないので、完全競争価格で値付けするしかなく  $\rho^U = 0$  となる。輸入業者はこのような利益の変動を念頭において輸入量を決定することになる。

ただし、需要曲線（の形状）自体が為替レートの変動に応じて変化する可能性がある。たとえば、競合企業が同じく日本企業である場合、または円と連動する為替レートを持つ国からアメリカへ輸出している企業の場合である。輸出企業の需要曲線は競合相手の企業の価格にも依存するが、競合企業の価格が変化すれば一般に価格付けも異なる。したがって、一般的には為替レートの変化により小売価格は変化する。これはパススルーである。一方、競合相手の企業の価格付けもここで考えている輸出企業の価格付けに依存する。一般には Nash 均衡になるが、このような定式化は Fukuda and Ono (2005) で厳密に解かれている。

円建てで輸出の場合にはアメリカの輸入業者が為替リスクを負うことになり、（輸入業者が為替変動による輸入コスト変動をマージンの変更で完全に相殺しない限り）利益水準が変動する。アメリカ国内の小売価格がどのように決まるかは、需要関数の形状による。為替レートに応じて変動することになる。

## 1-2. インボイス通貨の選択が輸出企業と輸入企業の利益に影響をもたない特殊ケース

一般的にインボイス通貨の選択は輸出企業の利益に影響を与えるが、特殊な場合には、インボイス通貨の選択が利益に対して影響しない「中立的な」場合がある。為替レートが決まってから円建て輸出価格を変更できる場合には（つまり為替レートが完全予見の場合と同義）、円建てインボイスもドル建てインボイスも、なんら輸出業者および輸入業者の利益は変わらない。

また、輸出企業もしくは輸入企業が為替リスクをコストなしで完全にヘッジできるような先物為替市場がある場合には、円建てインボイスでもドル建てインボイスでも輸出

---

<sup>8</sup> Fukuda and Ono (2005) は、アメリカ（輸入国）における輸入比率（輸入/総供給）がドル建て採用の競争相手の割合を示している、と仮定して実証分析を行っている。

業者および輸入業者の利潤は変わらない。輸出企業と輸入企業のうち、ヘッジをより安価にできるほうが為替変動による利益変動を容認するインボイスを選択して、その変動を先物市場でヘッジすることになり、利益の変動を抑えることができる。ただし、現実にはヘッジにも（先物決済までの期間がのびるほど）コストがかかるので、完全に中立になることはない。

あるいは、輸出企業（特に商社など）が輸出をドル建てにし、別の商品の輸入を手がけてドル収入とドル支出を一致させることができれば、為替レートの変動による利潤の変動を相殺することができる。これをマリーという。

### 1-3. 輸入業者が輸出企業の連結子会社である場合

ここまでは、輸出企業と輸入業者は別々の会社と考えてきた。しかし、輸入業者が輸出企業の子会社である場合には、連結決算ベースで考える限り輸出企業と輸入業者の間のどちらが利益やリスクをとるか、つまり短期のインボイス通貨の選択は意味のないことである。もちろん、税金制度の違い、アメリカにおける再投資の有無などで、利益をどちらに出すことが便利か、そして為替変動をヘッジする場合にどちらがより安価なヘッジ手段（金融機関に対する信用力）を持っているかによっては、インボイス通貨をどちらかに統一することも考えられる。特に、ヘッジコストは本社が行った方が安価であろうと想像されるので、ドルインボイスが採用される可能性が高い。

### 1-4. 中期の場合

次に、数ヶ月単位の「中期」の状況を考えてみよう。輸出企業はマイナーなモデルチェンジや、製品の標準装備のアクセサリー（車）やメモリー（電子機器など）、付属のオプションを調節することもできる。つまり、数ヶ月あれば同じ製品・モデルのまま値上げや値下げをする、あるいは値段は据え置いたうえでアクセサリーなどを標準装備したりはずしたり、という実質的な価格変更が可能になる。中期においては、為替レートの変化に対してどのような価格付けをしてどれくらいの数量を輸出するか、という判断をする際に、インボイス通貨の選択は意味を失う（数学的には短期場合の  $\varepsilon \equiv 0$  のケースに相当する）。為替レートの平均値（ $\bar{s}$ ）を含む分布の変化に対しては、たとえドルインボイスを採用していたとしても、円建て輸出価格を変更することで為替レートの分布の変化に対応できるからである。つまり、円建て輸出価格を為替レートの分布（特に平均値、 $\bar{s}$ ）が変化すると、それに応じて輸出価格と数量を調節する。これは、円インボイスであろうとドルインボイスであろうと、為替レートの分布の変化に応じて輸出価格も輸入価格も変化する。中期では、インボイス通貨の意味は失われるがパススルーの概念の重要性は失われない。ただし、中期の場合の「為替変動」は為替レートの平均値

( $\bar{s}$ ) の変化のことであり、それによる国内変化がパススルーである。

現実の世界では、四半期や年次データを扱う場合のパススルーの議論で、インボイス通貨の選択の影響はほとんどなくなっている。あくまでも中期的なパススルーは輸出されている製品の競争力により決定される部分が多い。

中期の場合は次のように表すことができる。

$$P^M(\bar{s}) = P^x(\bar{s}) / \bar{s}$$

と書くことができ、中期的な為替レートの平均値の変化、 $\Delta \bar{s}$  が輸出価格、輸入価格に与える影響はそれぞれ、

$$\Delta P^x(\bar{s}) / \Delta \bar{s}$$

$$\Delta P^M(\bar{s}) / \Delta \bar{s}$$

である。その上で、新たにドルインボイスか円インボイスかを選択することになる。この式を使って中期的な輸入価格へのパススルーは次のように定義される。

$$\rho^M(\bar{s}) = -\left\{ \Delta P^M / P^M \right\} / \left\{ \Delta \bar{s} / \bar{s} \right\}$$

中期的な小売価格へのパススルーも同様に定義することができる。

$$\rho^U(\bar{s}) = -\left\{ \Delta P^U / P^U \right\} / \left\{ \Delta \bar{s} / \bar{s} \right\}$$

このパススルーの大きさは、主に需要関数の価格弾力性に依存する。価格弾力性が小さいほど（競争力がある）、コストの製品価格への転嫁が容易になると考えられるのでパススルー率は高くなる。

## 1-5. 輸出先別価格差別化 (pricing to market)

日本の輸出企業の製品は、アメリカだけではなく東アジアやヨーロッパにも輸出されている。また同じ仕様の製品が国内でも売られていることがある。工業製品の場合、規制の違い、国別の仕様の違いにより、アメリカ向けに輸出された車が東アジアに再輸出されるようなことはない。また、その逆が起きることもないと考えられる。このような場合には、アメリカへ輸出される車とアジア向けに輸出される車がほとんど同じ性能でコストも共通であるにもかかわらず、値段が違うことはありうる。輸出先別に（ほぼ同一の）価格を変えることは、輸出先別価格差別化 (pricing-to-market: PTM) と文献の中では呼ばれている。

国内向け製品が輸出企業において同じコストで生産することができるとする。国内向けには  $m^d$  の利益マージンを乗せて、さらに国内流通コストなど  $d^d$  が発生するので、国内の小売価格は、

$$p^d = C(1+m^d) + d^d$$

で表される。これがアメリカの小売価格

$$P^U = \{P^x(1+m^M)/s\} + d^M$$

$$\text{ただし、 } P^x = C(Y)(1+m^x)$$

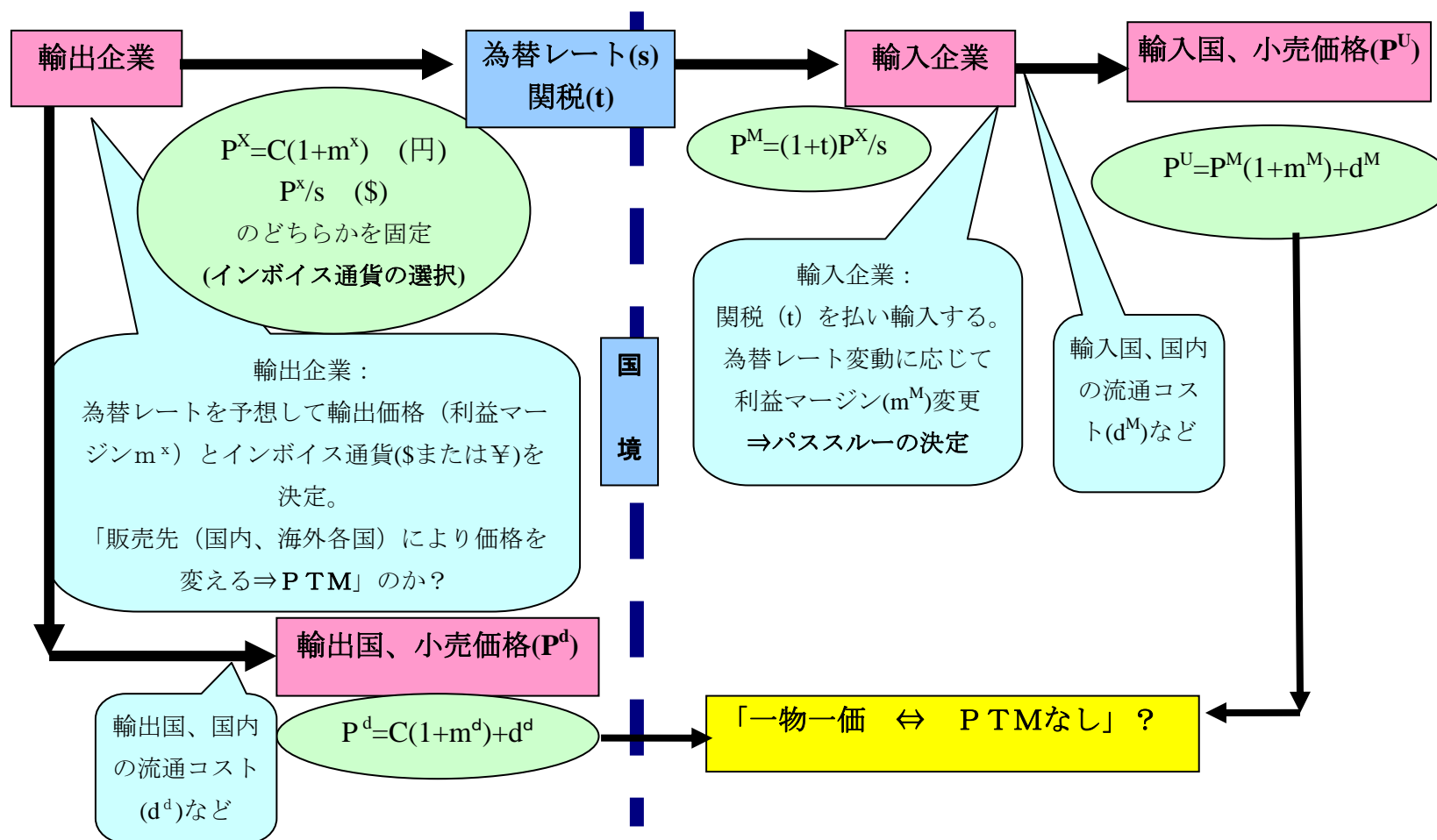
と一致すれば、国際的な「一物一価」が成立しているという。

以上のようなインボイス通貨、パススルーや一物一価の関係を示したのが 1-1 図である。

#### 1-6. メニューコスト (menu cost)

ここまで、中期においては円建て輸出価格も為替レート（の分布）の変更にとまって変更することができると仮定して議論を進めてきた。しかし、中期であっても輸出価格が最適なレベルに常に決められるとは限らない。とくに円インボイスの場合の円建ての価格の変更に固定費用がかかる場合、あるいはドルインボイスでドル価格の変更に固定費用がかかる場合には、輸出企業は為替レートが変動してもそれがある範囲内であれば価格の変更を行わず、その範囲を超えた瞬間に価格がジャンプするように変化させるという行動が予想される。価格変更の固定費用（メニューコスト）とは、単に価格改定を通知するコストや価格変更を輸入業者と交渉する交渉コストが含まれる。輸出価格がスムーズに変化せずに、為替が大きく変動したあとにジャンプするように変化しているときには、このメニューコストが疑われる。

図 1-1 インボイス通貨・パススルー・PTM の関係



## 2. 日系企業の為替戦略：為替リスク管理とインボイス通貨選択

第1節で詳しく述べたように、国際的に財の取引を行う企業にとって、為替レートの不確実性（予想できない変動）は自らの収益に大きな影響を与える。また、財の輸出・輸入においてどの通貨でインボイスする（建値をつける）かは、為替レートの変動如何によって当該財の輸出先での需要にも大きな影響を及ぼす。さらに、為替レートの不確実性に直面する企業は、財の価格設定自体を戦略的に変更することによって対応していることも考えられる。

こうした為替レートの不確実性への対処のために、企業が実際にどのような為替リスク管理を行っているのかについてヒアリング調査を行った。本節は、企業ヒアリングから得られた情報を詳細に検討し、近年の日系主要輸出企業の為替戦略の基本方針とも呼ぶべき行動様式を明らかにすることを目的とする。企業ヒアリングでは以下で述べる項目を中心に調査を行った。

まず、インボイス通貨の使用状況が次のような変数によりどのように異なるかについて調査を行った。

- (i) 取引先（①相手国（地域）による違い、②子会社・関連会社の場合と他企業の場合との違い）
- (ii) 品目（完成品・部品による違い、あるいは製品差別化が可能か否かによる違い）
- (iii) 時系列
- (iv) その他（市場の競合度・金融環境による違い等）

また、為替レートの大幅な変動に対して、企業はインボイス通貨の選択に関わらず輸出価格それ自体を変更することで対応しているのか、あるいは多様なリスクヘッジ手段によって対処しているのか、についても調査を行った。

- (v) 為替レートがどの程度変動した時に価格の改定を行うのか（変更の程度、頻度、タイミング等）
- (vi) どのようなリスクヘッジ手段によって為替レートの変動に対処しているのか

この最後の二項目(v)と(vi)については、第3節でも詳しく考察する

本節では上記 (i)～(vi) の調査項目に対する企業の回答を詳細に検討するが、調査対象企業の回答全体を総括すると、近年の日系主要輸出企業は、自企業の財の輸出入におけるインボイス通貨選択を通じた為替リスク管理を重要視していた。第1節の1-2節及び1-3節で議論したように、少なくとも短期においてインボイス通貨の選択が輸出企業



の利益に影響を与えることによって意味をもつには、次のような条件が必要である。

第1に、企業が為替レートの不確実性に直面していなければならない。第2に、第1の条件とも関係するが、輸出契約を結んでから実際に財が輸出されるまでに一定期間のラグがなくてはならない。この条件によって、一度輸出契約を結んだ後、予想しない為替レートの変動が起きたとしても、契約した価格条件は容易に変更できないことになる。第3に、輸出企業（もしくは輸入業者）が先物為替市場で為替リスクをヘッジするには無視できないコストがかかること。そして第4には輸出企業とそれを相手国で輸入する業者が完全に同じ企業グループでないことが必要である。輸入業者が連結子会社である場合は、輸出企業の期待利潤最大化に基づくインボイス通貨選択モデルが妥当しなくなるからである。

このうち第4の条件は、本節において若干の注意が必要である。今回のヒアリング調査の対象企業のほとんどが輸出相手国に現地法人を持ち、インボイス通貨選択についての回答の大半は、本社と現地法人というグループ内企業同士の貿易取引に関するものであった。それにも関わらずインボイス通貨選択を通じた為替リスク管理を日系企業は重要視していたのである。これについては、海外現地法人がたとえ連結対象企業であったとしても、100%子会社でない限り、何らかの為替リスク負担の配分が意味を持つ可能性があること、そして、1-3節で指摘されたように各国の税制の違いや、本社と現地法人のどちらが安価なヘッジ手段（ナチュラルヘッジやマリーを含む）を持つのか等の要因が、グループ内企業取引におけるインボイス通貨選択の重要性をもたらしていると想定される。この点については3-2節で詳細に分析する。

本節は以下のように構成される。まず予備的な考察として、2-1節において、貿易データ・現地法人データを用いて日系企業の海外活動の概観を行なう。これは日系企業の為替戦略が多国間における分業・貿易関係に強く依存していると考えられるためである。したがって対象企業の為替戦略を取り上げる前に、日本企業を取り巻く近年の国際環境の整理を行う。次に2-2節では、今回のケーススタディの対象企業全般における為替戦略の概観として、日系企業の為替リスク管理体制とインボイス通貨の選択方針という2つの評価軸に基づいて、日系企業の為替戦略を類型化する。最後に2-3節において、ケーススタディ対象企業のうち多数を占めた自動車メーカーと電機メーカーについて、近年の日系企業の為替戦略の概要を基礎づけるヒアリング調査結果の詳細を示す。

## 2-1. 日系企業の海外活動の概観

本節では日本企業の海外生産活動を概観する。まず貿易データを用いることで、日本を取り巻く国際環境の概要を掴む。ここでは特に、後に見るように日本企業の多くが東アジアに進出していることから、日本及び東アジアを中心に取り上げる。次に、日系現地法人データを用いて、実際の日本企業の海外活動を概観する。貿易データには UN

Comtrade データベースを、日系現地法人データには『海外事業活動基本調査』（経済産業省）を用いている。

図 2-1 と図 2-2 は、1987 年から 2003 年における、機械完成品と機械部品の貿易フローの変化を示したものである。図 2-1 は、アジアを中心に、その NAFTA 諸国とヨーロッパとの貿易フローを示している。この図から、機械完成品はアジア域内のみならず NAFTA 諸国やヨーロッパにも多く輸出されているものの、機械部品ではアジア域内での取引が突出していることが分かる。続いて図 2-2 は、東アジア域内における機械完成品と機械部品の貿易フローを示したものである。この図から、どの経路の機械部品貿易も急増していることが分かる。特に、ASEAN 域内や ASEAN・中国間という、途上国間での部品取引も急増している。以上の結果から、よく指摘されているように東アジアは一体として国際的分工分業を行っており、そこで生産された機械完成品が東アジア域内を含む世界各国に輸出されている様子が確認される。

次に、日系現地法人の生産活動を概観しよう。図 2-3 は、1994 年から 2003 年における海外生産比率（＝現地法人売上高／国内法人売上高×100）の推移を示したものである。2000 年・2001 年間に業種分類変更に伴う断絶があることに注意すべきであるが、この図から、どの機械産業においても海外生産比率は年々上昇していることが分かる。中でも今回のヒアリング調査の対象となっている、輸送機械と電気機械における海外生産比率の高さは他を圧倒している。このことから我々のヒアリング調査は、海外生産比率の上昇が近年著しく、それに伴う為替戦略の重要性がとりわけ高い業種を対象としていると言えよう。

図 2-4 は、現地法人の新規進出数の推移を地域別に見たものである。まず、アジアに進出する現地法人数が欧米のそれを常に上回っていることが分かる。ただし、欧米進出法人数は低調ながらも安定的に推移しているのに対して、アジア進出法人数は極めて不安定な動きをしている。それは、1990 年代半ばにピークに達したのち減少に転じたが、アジア通貨危機時に底に達し、その後中国の WTO 加盟などもあり、再び上昇に転じた。しかし、近年では再び低下傾向を示している。このように不安定な動きをしているものの、日本の対外直接投資にとって、アジアが最重要地域になっていることは変わらないであろう。

最後に、日系現地法人の販売・調達傾向を概観しよう。表 2-1 は進出地域別・業種別・取引地域別・取引相手別に見た売上高である<sup>9</sup>。進出地域「全地域」を見ると、日系現地法人の販売傾向を把握できる。まず、どの業種においても進出国での現地販売が最も大きなシェアを占めていること、現地販売以外では本国（日本）に対する販売が大きなシェアを占めていることが分かる。ただし、輸送機械では欧米向けの販売シェアが日本向けよりも大きいことに注目すべきである（一般機械では同程度である）。このことは、

<sup>9</sup> 表中のグループ内企業とは、同一の本社企業に係わる「現地法人」及び「本社企業」を指す。

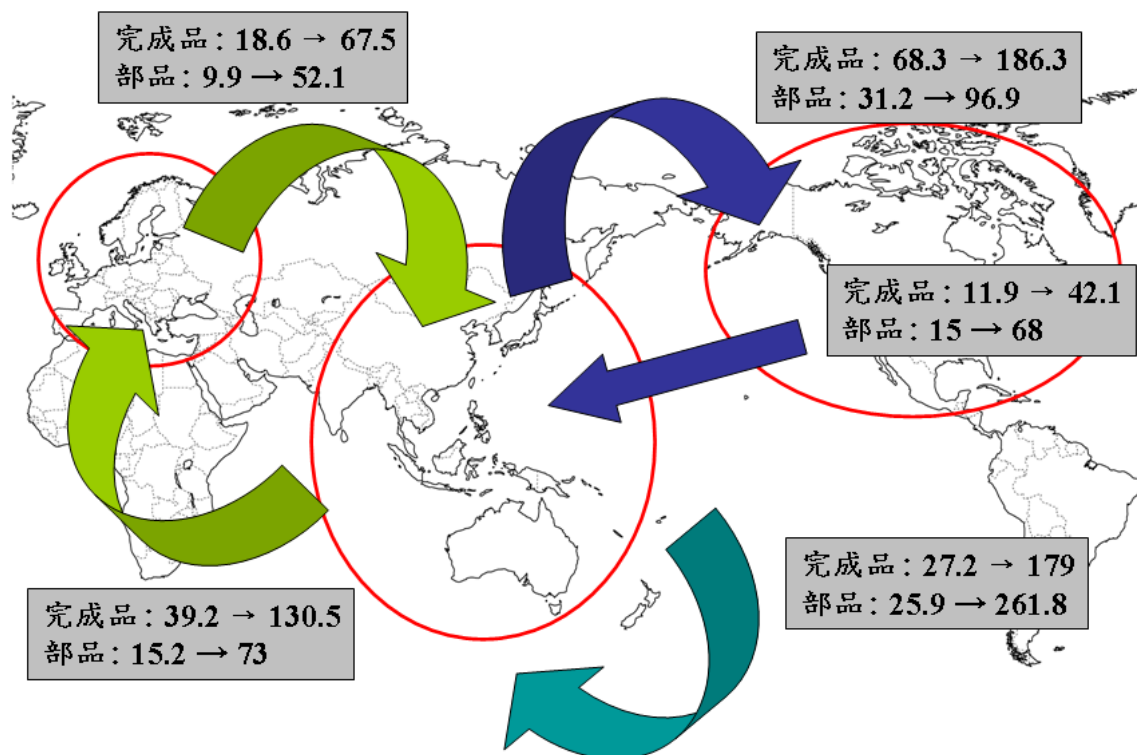
よく言われているように東アジア向け現地法人がプラット・フォーム型直接投資（先進国向け輸出基地）に基づくことを部分的に反映しているのかもしれないが、総売上高に占める日本向け販売額シェアが極端に低いことから、日本市場向け輸送機械は国内で生産・供給される傾向を示しているだけかもしれない。実際、後に確認するように、アジア現地法人の欧米向け販売額は決して大きくない。また、現地販売ではグループ内企業との取引とグループ外企業との取引が同程度であるのに対して、日本向け及び第三国向け販売のほとんどがグループ内企業との取引であることが分かる。

販売傾向を進出地域別に見ると、さらに以下のことが分かる。欧米諸国の現地法人は現地販売が圧倒的に多いのに対して、アジアの現地法人は日本向け及びアジア内第三国向け販売が多い。アメリカにおける全販売額に占める現地販売額のシェアが圧倒的に大きいことから、アメリカ進出企業は、アメリカのみの市場への製品販売を目的とした直接投資といえよう。これに対してヨーロッパでは、現地販売額のみならず、ヨーロッパ内第三国向け販売額も大きな値となっている。このことは、アメリカ向けとは異なって、ヨーロッパ向け直接投資が進出国のみの市場を目的としたものではなく、ヨーロッパ市場全体への製品販売を目的としたものであることを暗に示している。最後にアジア現地法人においては、輸送機械を除けば、日本向け販売額は現地販売額と同程度かそれ以上となっている。情報通信機械にいたっては、アジア内第三国向け販売額もまた、現地販売額と同程度になっている。アジア現地法人のこうした販売傾向は、アジア内において工程間分業が発達していることを示唆していよう。

表 2-2 は、進出地域別・業種別・取引地域別・取引相手別に見た仕入高である。販売傾向との顕著な違いとして、以下の点が挙げられる。第 1 に、日本からの調達が生産地調達と同程度もしくはそれ以上である点である。進出国において競争力を高めるためには、輸送コストが相対的にかからない現地調達のシェアを拡大していくことが重要であると言われているが、依然として調達の多くは日本に頼っているといえよう。第 2 に、日本・第三国からの調達に比べ、現地調達におけるグループ内取引のシェアが大きい。とくに、日本からの調達では、グループ内調達とグループ外調達が同程度の規模となっている。

以上は次のように整理することが出来る。よく知られているように、東アジアは一体として国際的工程間分業を行っており、そこで生産された機械完成品が東アジア域内を含む世界各国に輸出されている。日本の機械産業の海外生産比率は年々上昇しているが、その進出先のほとんどがアジアである。そしてアジアに進出している日系現地法人は、現地での取引のみならず、日本やアジア内第三国との取引も多く、日本企業は国際的工程間分業で重要な役割を果たしているに違いない。最後にそこでの取引相手に目を向けると、調達の多くを現地のグループ内企業や日本の多様な企業から行い、現地の多様な企業やアジア内第三国のグループ内企業に販売している。

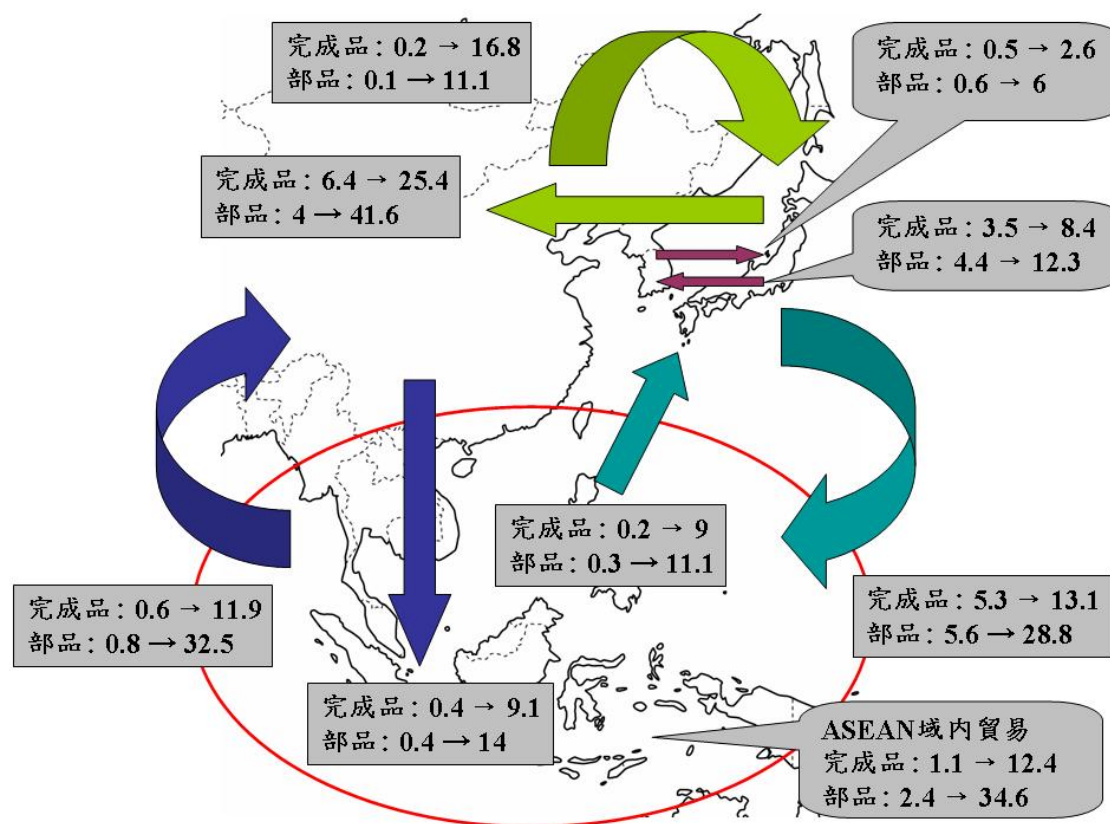
図 2-1. 1987 年から 2003 年における世界機械貿易の変化（10 億 US ドル）



注：機械とは、一般機械、電機機械、輸送機械、精密機械を指す。ここではアジア（東アジア、南アジア、オセアニア）、NAFTA 諸国（米加墨）、ヨーロッパ間の機械貿易を示している。完成品、部品の定義は Kimura, Takahashi and Hayakawa (2007)を参照せよ。

出所：UN Comtrade, SITC Revision 2.

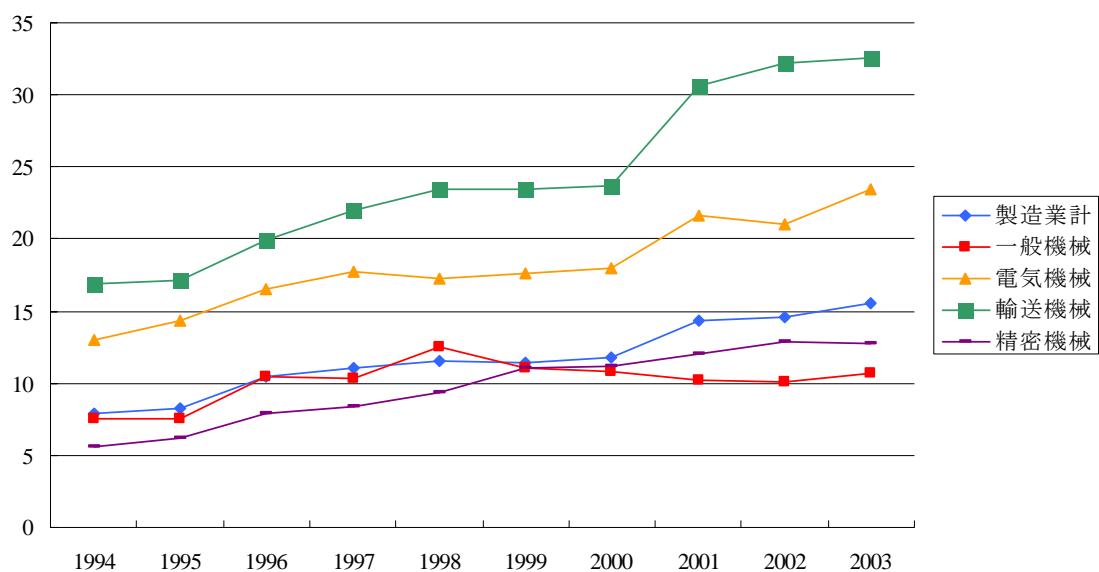
図 2-2. 1987 年から 2003 年における東アジア域内機械貿易の変化（10 億 US ドル）



注：図 2-1 の注を参照。日本、韓国、中国（香港を含む）、ASEAN 間の機械完成品貿易、機械部品貿易の推移を示している（韓国・中国間を除く）。ASEAN はタイ、フィリピン、マレーシア、シンガポール、インドネシアから構成されている。

出所：UN Comtrade, SITC Revision 2.

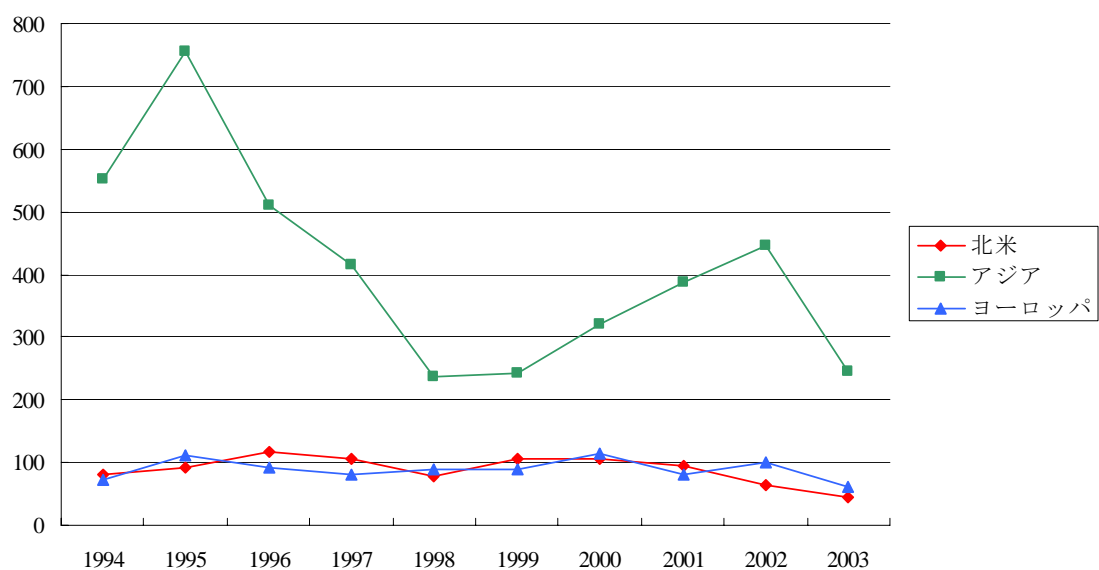
図 2-3. 業種別海外生産比率の推移



注：「電気機械」には「情報通信機械」を含む。2001 年度に業種分類の見直しを行ったため、2000 年度以前の数値とは断層が生じている。

出所：『第 34 回海外事業活動基本調査結果概要確報－平成 15(2003)年度実績－』、第 5-1 表

図 2-4. 新規設立・資本参加時期別現地法人数の推移（地域別）



出所：『第 34 回海外事業活動基本調査結果概要確報－平成 15(2003)年度実績－』、1-7 図

表 2-1. 日系現地法人の進出地域別・業種別・取引地域別・取引相手別売上高

| 進出地域  | 業種     | 売上高         | 取引地域別      |            |            |             |               |
|-------|--------|-------------|------------|------------|------------|-------------|---------------|
|       |        |             | 現地販売       | 日本向け<br>輸出 | 北米向け<br>輸出 | アジア向け<br>輸出 | ヨーロッパ<br>向け輸出 |
| 全地域   | 合計     | 134,916,555 | 87,556,806 | 15,230,571 | 6,844,541  | 8,290,179   | 10,976,933    |
|       |        | 52          | 34         | 85         | 46         | 55          | 49            |
|       | 製造業    | 63,985,716  | 42,862,041 | 6,045,127  | 4,490,118  | 4,267,631   | 5,360,766     |
|       |        | 69          | 47         | 96         | 83         | 70          | 58            |
|       | 一般機械   | 2,966,817   | 1,540,180  | 478,377    | 176,109    | 220,906     | 489,010       |
|       |        | 78          | 55         | 94         | 92         | 86          | 77            |
|       | 電気機械   | 3,121,715   | 1,419,518  | 638,942    | 354,986    | 357,197     | 272,915       |
|       |        | 68          | 47         | 98         | 44         | 75          | 63            |
|       | 情報通信機械 | 17,270,654  | 11,151,874 | 2,531,336  | 423,571    | 1,756,886   | 1,228,956     |
|       |        | 68          | 44         | 96         | 74         | 81          | 25            |
|       | 輸送機械   | 23,528,177  | 16,749,088 | 513,706    | 2,920,750  | 778,390     | 2,172,793     |
|       |        | 68          | 50         | 100        | 87         | 31          | 85            |
|       | 精密機械   | 1,293,992   | 803,011    | 266,874    | 39,715     | 85,589      | 93,151        |
|       |        | 78          | 38         | 100        | 92         | 92          | 65            |
| アメリカ  | 合計     | 55,569,980  | 50,211,268 | 2,426,337  | 1,568,824  | 443,519     | 522,871       |
|       |        | 40          | 34         | 92         | 38         | 57          | 50            |
|       | 製造業    | 26,685,258  | 24,721,230 | 492,826    | 798,166    | 185,295     | 339,331       |
|       |        | 65          | 46         | 92         | 96         | 63          | 41            |
|       | 一般機械   | 928,891     | 752,065    | 38,367     | 108,339    | 7,926       | 13,721        |
|       |        | 56          | 49         | 32         | 90         | 27          | 49            |
|       | 電気機械   | 631,804     | 476,335    | 23,149     | 72,268     | 13,324      | 26,194        |
|       |        | 30          | 32         | 96         | 8          | 27          | 37            |
|       | 情報通信機械 | 7,044,057   | 6,648,203  | 72,368     | 57,238     | 111,302     | 113,841       |
|       |        | 27          | 23         | 98         | 26         | 79          | 5             |
|       | 輸送機械   | 11,321,699  | 10,775,696 | 104,906    | 308,745    | x           | 103,229       |
|       |        | 75          | 55         | 104        | 100        | x           | 100           |
|       | 精密機械   | 391,224     | 370,613    | 6,240      | x          | x           | x             |
|       |        | 26          | 10         | 98         | x          | x           | x             |
| アジア   | 合計     | 35,866,630  | 17,421,129 | 8,644,460  | 1,450,272  | 6,731,302   | 892,424       |
|       |        | 66          | 37         | 86         | 73         | 55          | 63            |
|       | 製造業    | 20,267,602  | 9,716,598  | 4,980,334  | 940,562    | 3,708,472   | 543,089       |
|       |        | 78          | 50         | 96         | 74         | 70          | 81            |
|       | 一般機械   | 1,083,766   | 377,777    | 435,347    | 26,362     | 184,791     | 18,666        |
|       |        | 91          | 62         | 99         | 99         | 92          | 100           |
|       | 電気機械   | 2,006,748   | 691,706    | 562,867    | 272,835    | 339,329     | 85,406        |
|       |        | 75          | 45         | 98         | 52         | 76          | 82            |
|       | 情報通信機械 | 6,507,493   | 1,956,651  | 2,398,598  | 346,597    | 1,533,404   | 150,317       |
|       |        | 85          | 57         | 96         | 80         | 81          | 85            |
|       | 輸送機械   | 4,490,384   | 2,969,949  | 364,181    | 128,148    | 734,754     | 180,531       |
|       |        | 59          | 56         | 100        | 100        | 30          | 73            |
|       | 精密機械   | 627,938     | 265,669    | 252,954    | 18,679     | 81,005      | 8,090         |
|       |        | 90          | 59         | 100        | 92         | 94          | 99            |
| ヨーロッパ | 合計     | 26,759,192  | 13,553,198 | 2,061,332  | 959,120    | 492,061     | 9,379,076     |
|       |        | 49          | 28         | 97         | 79         | 36          | 48            |
|       | 製造業    | 11,204,823  | 6,146,292  | 254,660    | 180,143    | 169,831     | 4,367,969     |
|       |        | 53          | 41         | 94         | 87         | 55          | 56            |
|       | 一般機械   | 868,130     | 345,185    | 3,583      | 26,358     | 27,938      | 452,633       |
|       |        | 73          | 61         | 94         | 88         | 84          | 76            |
|       | 電気機械   | 436,530     | 219,512    | 50,040     | 2,989      | 3,529       | 158,703       |
|       |        | 65          | 72         | 100        | 92         | 33          | 56            |
|       | 情報通信機械 | 3,276,646   | 2,222,499  | 48,112     | 11,210     | 15,977      | 964,746       |
|       |        | 35          | 63         | 100        | 52         | 91          | 17            |
|       | 輸送機械   | 3,817,286   | 1,853,639  | 18,530     | 19,635     | 35,185      | 1,882,049     |
|       |        | 57          | 28         | 100        | 100        | 100         | 85            |
|       | 精密機械   | 242,278     | 139,633    | x          | 13,738     | 3,034       | 80,057        |
|       |        | 58          | 3          | x          | 71         | 20          | 62            |

注：上段が売上額（百万円）であり、下段はそのうちグループ内企業取引が占める割合（％）を示している。「x」は企業数が少ないことによる秘匿を表す。

出所：『第 32 回海外事業活動基本調査結果概要確報－平成 13(2001)年度実績－』

表 2-2. 日系現地法人の進出地域別・業種別・取引地域別・取引相手別仕入高

| 進出地域  | 業種     | 仕入高         | 現地調達       | 日本向け       | 北米向け      | アジア向け     | ヨーロッパ     |
|-------|--------|-------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|
|       |        |             |            | 輸入         | 輸入        | 輸入        | 向け輸入      |
| 全地域   | 合計     | 101,477,518 | 39,178,014 | 40,857,305 | 2,897,921 | 9,837,605 | 4,963,198 |
|       |        | 69          | 75         | 55         | 76        | 70        | 72        |
|       | 製造業    | 43,736,396  | 19,867,307 | 17,328,852 | 999,468   | 3,552,023 | 1,561,970 |
|       |        | 75          | 84         | 54         | 89        | 69        | 80        |
|       | 一般機械   | 2,094,688   | 945,183    | 938,446    | 10,638    | 58,213    | 127,159   |
|       |        | 83          | 91         | 54         | 69        | 62        | 88        |
|       | 電気機械   | 2,186,319   | 822,728    | 879,936    | 27,917    | 401,788   | 38,341    |
|       |        | 72          | 95         | 33         | 69        | 37        | 70        |
|       | 情報通信機械 | 11,492,926  | 3,703,789  | 5,064,427  | 169,494   | 1,941,342 | 538,962   |
|       |        | 81          | 93         | 45         | 53        | 74        | 95        |
|       | 輸送機械   | 16,800,299  | 8,136,935  | 7,153,312  | 542,199   | 249,648   | 521,460   |
|       |        | 67          | 70         | 59         | 98        | 91        | 29        |
|       | 精密機械   | 972,420     | 318,770    | 561,693    | 751       | 39,777    | 50,539    |
|       |        | 91          | 99         | 39         | 63        | 91        | 100       |
| アメリカ  | 合計     | 39,182,419  | 18,471,979 | 18,096,363 | 630,318   | 1,407,747 | 220,754   |
|       |        | 67          | 67         | 61         | 84        | 90        | 87        |
|       | 製造業    | 16,660,097  | 9,192,240  | 6,360,658  | 207,962   | 671,482   | 143,864   |
|       |        | 78          | 96         | 56         | 70        | 83        | 8         |
|       | 一般機械   | 625,385     | 271,482    | 328,432    | 4,084     | 3,678     | 6,991     |
|       |        | 94          | 99         | 72         | 32        | 100       | 100       |
|       | 電気機械   | 429,423     | 122,532    | 254,940    | 16,892    | 19,743    | 3,090     |
|       |        | 97          | 99         | 73         | 100       | 92        | 92        |
|       | 情報通信機械 | 3,791,667   | 1,082,634  | 2,353,972  | 43,724    | 285,807   | 18,732    |
|       |        | 83          | 98         | 11         | 8         | 84        | 100       |
|       | 輸送機械   | 7,595,927   | 5,222,911  | 2,130,370  | 75,881    | 28,509    | 86,298    |
|       |        | 74          | 93         | 62         | 100       | 98        | 32        |
|       | 精密機械   | 287,373     | 43,113     | 240,463    | 40        | 2,457     | 503       |
|       |        | 90          | 100        | 5          | -         | 100       | 73        |
| アジア   | 合計     | 27,787,174  | 12,010,049 | 9,225,568  | 551,409   | 5,268,146 | 347,579   |
|       |        | 69          | 86         | 47         | 52        | 63        | 17        |
|       | 製造業    | 14,384,721  | 6,314,085  | 5,199,147  | 167,016   | 2,507,570 | 94,950    |
|       |        | 74          | 86         | 47         | 99        | 66        | 94        |
|       | 一般機械   | 789,891     | 466,858    | 286,008    | 2,587     | 33,611    | 993       |
|       |        | 77          | 85         | 59         | 100       | 62        | 97        |
|       | 電気機械   | 1,405,844   | 577,510    | 460,174    | 3,299     | 356,120   | 7,677     |
|       |        | 58          | 89         | 28         | 67        | 30        | 57        |
|       | 情報通信機械 | 4,938,095   | 1,557,424  | 1,826,711  | 28,331    | 1,467,843 | 9,126     |
|       |        | 79          | 90         | 44         | 100       | 73        | 95        |
|       | 輸送機械   | 3,070,804   | 1,455,553  | 1,424,694  | 49,251    | 120,945   | 12,434    |
|       |        | 68          | 74         | 46         | 100       | 83        | 96        |
|       | 精密機械   | 482,298     | 245,626    | 200,102    | 147       | 35,492    | 915       |
|       |        | 85          | 97         | 51         | 79        | 89        | 100       |
| ヨーロッパ | 合計     | 21,697,953  | 5,108,252  | 8,275,239  | 392,111   | 821,558   | 4,372,521 |
|       |        | 75          | 83         | 63         | 93        | 85        | 78        |
|       | 製造業    | 8,534,994   | 3,125,977  | 3,541,107  | 283,403   | 241,169   | 1,321,614 |
|       |        | 82          | 86         | 62         | 94        | 90        | 78        |
|       | 一般機械   | 622,731     | 184,079    | 292,626    | 1,934     | 20,875    | 119,028   |
|       |        | 78          | 89         | 24         | 100       | 55        | 87        |
|       | 電気機械   | 323,406     | 111,266    | 158,407    | 3,042     | 24,130    | 26,552    |
|       |        | 85          | 100        | 14         | 100       | 94        | 67        |
|       | 情報通信機械 | 2,457,812   | 1,000,595  | 778,201    | 8,901     | 160,505   | 509,523   |
|       |        | 97          | 100        | 86         | 100       | 99        | 95        |
|       | 輸送機械   | 3,187,143   | 985,687    | 1,572,626  | 197,292   | 3,263     | 428,159   |
|       |        | 73          | 74         | 79         | 75        | 90        | 21        |
|       | 精密機械   | 181,443     | 25,777     | 105,714    | 441       | 399       | 49,112    |
|       |        | 100         | 100        | 100        | 41        | 100       | 100       |

注：上段が仕入額（百万円）であり、下段はそのうちグループ内企業取引が占める割合（％）を示している。「-」は該当数字がないことを表す。

出所：『第 32 回海外事業活動基本調査結果概要確報－平成 13(2001)年度実績－』



## 2-2. 日系企業の為替戦略の概観

2-1 節で示したように、日系企業は東アジアを中心に国際的な生産・販売の分業体制を重層的に構築している。当然のことながら、こうした環境の下では多国間にわたる貿易・決済取引が行われ、各社が自社の環境に適した為替戦略を採用すると考えられる。本稿では、グループ企業内に発生する為替リスクを移転・集約し、効率的に管理する手法の総体を企業の為替戦略として定義するが、以下では、特にインボイス通貨間あるいはインボイス通貨と現地通貨との間に生じる為替変動リスクに企業がどのように対応しているかに着目し、ヒアリング調査の回答に基づく近年の日系企業の為替戦略の検証をケーススタディとして進めていく。

まず 2-2-1 節では、1998 年の外国為替管理法（外為法）改正の概要に触れる。それはこの外為法改正が、今回のヒアリング調査対象企業の複数の回答において、2000 年代の日系企業が実際に採り得る為替戦略に一定の影響を与えた可能性が指摘されたためである。次に 2-2-2 節では、グループ企業内取引のインボイス通貨の選択が、どのようにグループ企業内での為替リスクの負担と為替リスク管理手法に影響を与えるのかを概観し、今回のヒアリング調査を通じて判明した近年の日系企業の為替戦略を類型化する。

### 2-2-1. 1998 年の外為法改正

1949 年に外国為替及び外国貿易管理法として制定された当時、外為法は対外取引原則禁止の建前となっていたが、1980 年の改正によって対外取引を原則自由とする法体系に改正された。そして、1996 年に当時の橋本内閣によって宣言された金融ビッグバンの一環として 1998 年に実施された外為法改正は、1980 年の改正以後も残っていた国際資本移動管理規制のほとんどを撤廃し、日系企業の様々な外国為替取引を完全に自由化することを意図していた<sup>10</sup>。この外為法改正では、特に日系企業の為替戦略と密接に関わる貿易関係取引の決済方法における選択肢の拡大という観点で、主に次の 3 つの自由化が行われた<sup>11</sup>。

第 1 は、日系企業間の外貨建て取引が自由化されたことである。図 2-5 では、海外から原材料をドル建てで輸入している日系企業が日系商社を経由して製品を輸出する事例を図示している。外為法改正前は、この日系企業と日系商社との間の国内取引を外貨で決済するためには旧大蔵省の許可と煩雑な手続きが必要であり、ドルによる決済は事実上不可能であった。このため、こうした日系企業は輸入代金の支払にドルが必要であるにも関わらず日系商社が輸出代金をいったん円に換えて日系企業に支払い、日系企業が再びドルに換えて輸入代金を支払わざるを得なかった（図 2-5A）。つまり一連の取引において、銀行との外貨取引に係わる二重の手間と為替手数料が必要だったのである。

<sup>10</sup> 財務省のウェブサイト([www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/kawase.html](http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/kawase.html))を参照。

<sup>11</sup> 以下の記述は、主にトーマツ(2007)に基づく。

外為法改正により日系商社が回収したドル建の輸出代金を日系企業に直接支払うことができるようになり、輸出入に係わる日系企業の多くが外貨で国内取引を決済して為替取引料を軽減することが可能となった（図 2-5B）。

第 2 は、グループ企業内でのネットィングによる外貨決済が可能となったことである。図 2-6 で示しているように、外為法改正前は、多くの子会社や関係会社などのグループ企業がそれぞれ多くの貿易取引を行っている場合、これらの貿易取引は各社ごとに 1 件 1 件個別に銀行との間で決済をしなくてはならなかった（図 2-6A）。外為法改正により親会社がグループ内企業間の取引を一括管理して相殺し、貿易取引に伴う債権債務の為替リスクと銀行に支払う為替手数料を軽減することが可能となったのである（図 2-6B）。

第 3 に、以上のような日系企業の外貨決済における 2 つの自由化に加えて、世界中のグループ内法人間などの、複数の参加者で行われるネットィング取引（マルチネットィング）が自由化された。これまでは世界の各地域に点在する現地法人同士が取引する場合、その 1 つ 1 つの取引について個別決済を行わなければならなかったのに対し、1998 年の外為法改正以降はそうした決済や為替リスクを集中して管理する統括会社（ネットィング・センター）を設置し、各現地法人（あるいは地域統括会社）のグループ内法人に対する債権債務をネットィングセンターとの債権債務とみなして差額決済することが可能となったのである（図 2-7）。これによって、多地域に渡る多通貨建ての複雑なグループ内取引についてのネットィングのメリットを最大限享受する選択肢が与えられたのである。

図 2-5. 国内取引における外貨建て決済の自由化

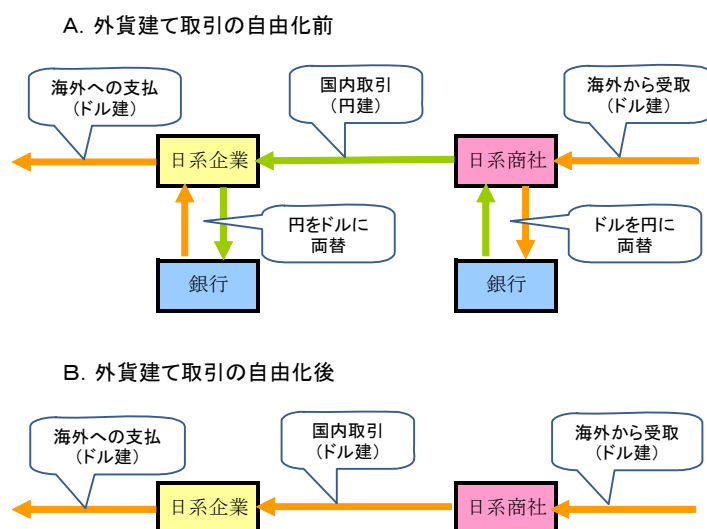
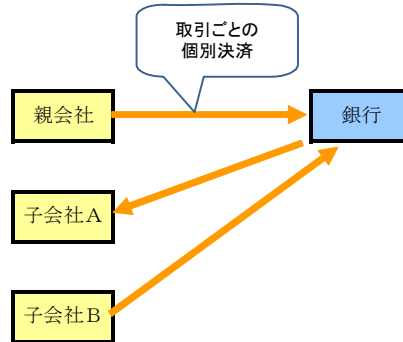


図 2-6. ネットティングの自由化

A. ネットティング自由化前



B. ネットティング自由化後

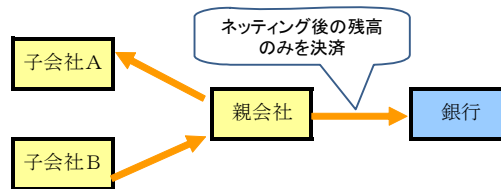
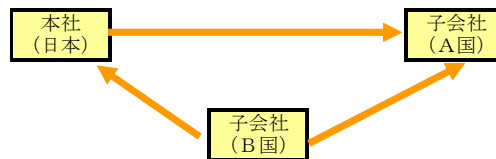
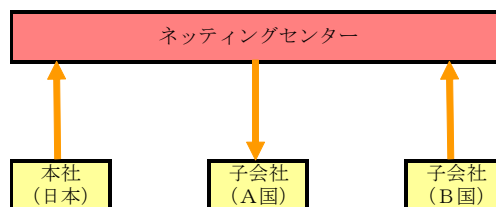


図 2-7. マルチネットティングの自由化

A. マルチネットティング自由化前



B. マルチネットティング自由化後



## 2-2-2. 為替リスク管理体制とインボイス通貨選択による分類

以下では、今回のケーススタディ対象企業における為替戦略について概観を行う。ここで為替戦略とは、インボイス通貨間あるいはインボイス通貨と現地通貨との間に生じる為替変動のリスクに対して、企業がどの様に対応しているかを指す。

ケーススタディの対象となった企業ごとに為替リスクへの対応方法は様々である。ここでは日系企業の為替戦略に関する趨勢をつかむことを主眼とし、まず為替リスク管理体制の観点から、グローバルな為替管理統括会社を持たない企業と持つ企業の二つに分けて論じる。以下、前者を第1分類企業、後者を第2分類企業と呼ぶ。

まず、第1分類、つまりグローバルな為替管理統括会社を持たない企業について解説する。この第1分類は、どの程度現地子会社が為替リスクを負担するかに差異があったかを基準として、更に2つのグループへの分類が可能である。Aグループは現地法人の為替リスク負担が小さい企業、Bグループは現地法人の為替リスク負担が大きい企業を示している。

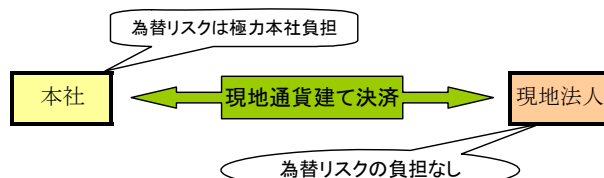
図2-8が示すように、本社と現地法人との間の為替リスク分配を決める具体的な方法としては、本社と現地子会社間のインボイス通貨が重要な役割を果たすことになる。Aグループでは、図2-8のケースAのように、本社と現地子会社間のインボイス通貨を極力現地通貨に合わせ、現地子会社をインボイス通貨と現地通貨との間の為替リスクから解放している。つまりAグループ企業とは、避けることの出来ない現地通貨とインボイス通貨との間の為替変動のリスクから現地法人を解放する方針をとっている企業を示している。

これに対してBグループでは、図2-8のケースBのように、インボイス通貨を主要通貨建てにして、主要通貨が現地通貨でない地域の現地法人が、インボイス通貨と現地通貨との間の為替リスクの大半を負担する企業を指している。実際にインボイス通貨として選択される主要通貨は、基軸通貨としてのドルに統一されているケースがほとんどであった。Bグループでは、インボイス通貨と現地通貨との間の為替リスク管理は現地法人が独自に行うことになり、当然ながらグループ全体における為替リスクの存在と管理状況を本社が把握しにくくなる。しかし、マイナーな現地通貨の為替レートは地場の人間でないと把握しにくい、あるいは裏のレートが存在することも多く、現地法人の裁量に任せた方が便益は大きいケースもあるようである。

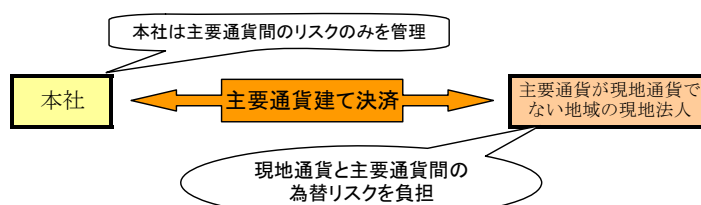
一方で、両グループでは上記のようなインボイス通貨選択基準を持ちつつも、柔軟な為替管理を行っているケースも多い。例えば、Aグループのようにインボイス通貨を現地通貨に合わせるという大方針をとっている一方で、現実的にマイナーカレンシーを持つ途上国においては、Bグループのように主要通貨から現地法人が扱いやすい通貨をインボイス通貨として選択するという例外基準を設けている企業も一般的であった。

図 2-8. グループ内インボイス通貨の選択と為替リスク負担の配分

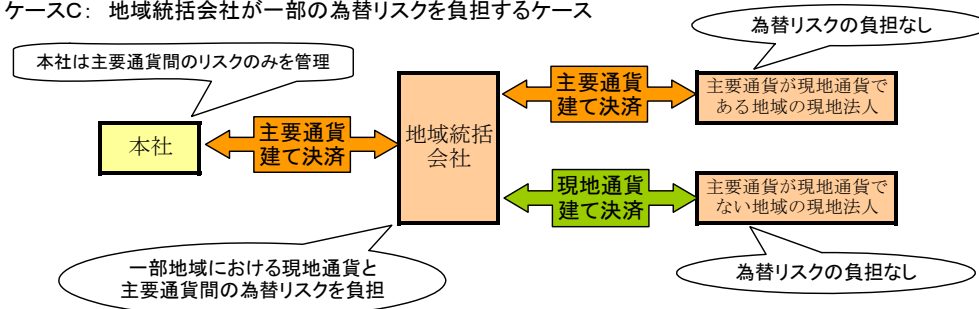
ケースA: 本社が為替リスクを負担するケース



ケースB: 現地法人が為替リスクを負担するケース



ケースC: 地域統括会社が一部の為替リスクを負担するケース



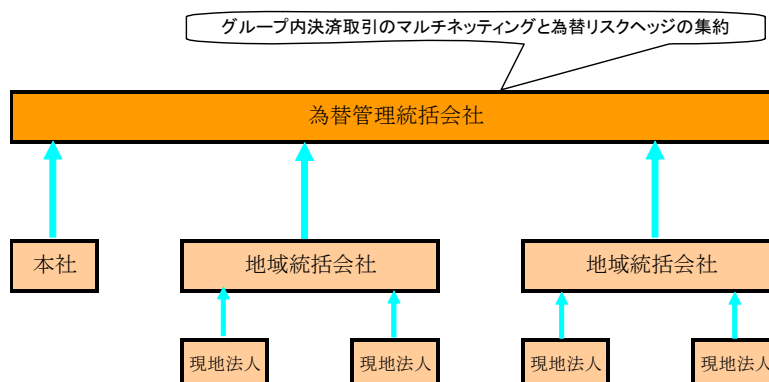
以上のケースでは、基本的に本社と現地法人間の直接取引が行われる場合に、インボイス通貨の選択を通じて、為替リスクを本社もしくは現地法人（もしくは地域統括会社）に集約できることを示している。しかし、今回のヒアリング調査の対象となった主要日系輸出企業の大半において、図 2-8 のケース C のように、北米、欧州、アジアといった地域別に地域統括会社を設置して、この地域統括会社が傘下の現地法人と本社との間の取引を仲介しているケースが多く見られた。このようなケースで、本社と地域統括会社のインボイス通貨が主要通貨建てとなっていると、同じ主要通貨が現地通貨である地域の現地法人の為替リスク負担は、完全に本社に移転されるものの、主要通貨が現地通貨でない地域の現地法人の為替リスク負担は地域統括会社が追うことになってしまう。つまり地域統括会社が傘下の一部地域における現地通貨と主要通貨間の為替リスクを負担する構造となり、この意味で、ケース C は現地法人の為替リスク負担という点で、

ケース A とケース B の両方の特徴を持つことになる。

次に、第 2 分類、つまりグローバルな為替管理統括会社を持つ企業について解説する。第 2 分類企業は、図 2-9 が示すように、グループ企業内のネットィングセンターの機能を持つ為替の統括会社を設置しており、グローバルな為替管理統括会社が一度グループ企業全体の決済に伴う債権債務と保有外貨を一手に引き受ける。そこではまず為替リスクのグループ内ネットィング（相殺）を行い、残存分の為替リスクを先物やオプションによってヘッジするというのが主な流れである。調査対象企業の中には北米拠点、欧州拠点、アジア拠点を中間的な地域統括会社として設け、それぞれが地域ごとに現地通貨間に発生する為替リスクのネットィングとマリーを行い、最終的に為替管理統括会社で主要通貨（主に円・ドル・ユーロ）間の為替リスク管理を行うというところもあった。

こういった為替リスクの一括管理という戦略をとることによって、2つの便益を享受できると考えられる。第一に、グループ企業内の全ての為替リスクを集約し、グループ全体でネットィングを行い、保有外貨をマリーさせることによる為替リスクを効率的に軽減することができる。これが原則的に本社を挟む商流においてのみ本社への為替リスクの集約が可能であった第 1 分類 A グループのケースとの相違である。今回ヒアリングを行った企業は為替リスクの規模自体も可能な限り最小限に抑えたいと考えており、為替リスクの一括管理はその規模の削減に貢献している。第二に、統括会社で為替リスクヘッジを一括管理することにより、各現地法人が為替管理部門を設置する必要がなくなり、重複コストの削減に繋がる。そしてまた、必ずしも為替管理に精通したスタッフを有しない現地法人も為替リスク管理の煩わしさから解放されることになる。

図 2-9. 為替管理統括会社によるマルチネットィング



以上、グローバルな為替管理統括会社を持つか否かという観点で第1分類企業及び第2分類企業に分類し、さらに第1分類企業を、インボイス通貨の選択を通して本社もしくは現地法人（または地域統括会社）のどちらが為替リスクを負担する構造になっているか否かという観点でAグループとBグループに分類した。表2-5は、この3つのグループに該当するヒアリング対象企業の概要を示し、あわせて各分類のインボイス通貨選択と為替リスク負担等についての特徴を一覧している。

表2-5. 為替リスク管理体制とインボイス通貨選択方針による分類

| 分類     |       | 該当企業                 | グローバルな為替管理統括会社の設置 | インボイス通貨の選択            | インボイス通貨の種類 | 現地法人（地域統括会社）の為替リスク負担の程度 | 為替リスクの集約        |
|--------|-------|----------------------|-------------------|-----------------------|------------|-------------------------|-----------------|
| 第1分類企業 | Aグループ | 自動車メーカー              | なし                | 現地通貨を選択 <sup>1)</sup> | 複数         | 小さい <sup>2)</sup>       | 本社に集約           |
|        | Bグループ | 電機メーカー（及び自動車メーカーの一部） | なし                | ドルを選択                 | 単一         | 大きい <sup>3)</sup>       | 本社のリスク負担の最小化    |
| 第2分類企業 |       | 電機メーカー               | あり                | 現地通貨を選択 <sup>1)</sup> | 複数         | 小さい <sup>2)</sup>       | 為替管理統括会社<br>に集約 |

1) 但し、現地通貨がマイナーカレンシーである場合には、主要通貨の中から現地法人（地域統括会社）が扱いやすい通貨を選択。

2) 但し、現地通貨がマイナーカレンシーである場合には、現地法人（地域統括会社）が主要通貨と現地通貨の間の為替リスクを負担。

3) 現地法人（地域統括会社）がドルと現地通貨の間の為替リスクを負担。

まず、調査対象の自動車メーカーのほとんどが、第1分類企業のうちAグループに該当した。自動車メーカーではネットィングセンターとしての為替管理統括会社をグローバルに設置している企業は未だ存在せず、インボイス通貨として現地通貨を選択するという原則を持っているところがほとんどであった。したがって、グループ内取引で利用されるインボイス通貨は現地法人の現地通貨に応じて選択され、現地法人の為替リスク負担は小さく、本社が為替リスクの大半を負担している。その上で、本社においてナチュラルヘッジとしてのネットィングを行い、為替の先物予約等によって為替リスクを管理している。

一方、調査対象の電機メーカーの事例においては、興味深い2つの方向性への分化が観察された。第一の方向性は、本社の為替リスク負担を最小化するために、グループ企業内のインボイス通貨を可能な限りドル建てに統一しようというものである。これによって、海外生産拠点から本社を挟み完成品の最終仕向け地までの取引が全てドル建てになり、本社は最大限のナチュラルヘッジのメリットを最大限享受する一方で、一部の現地法人において現地通貨とドルとの間の為替リスクが残存してしまうデメリットは甘

受しようとするものである。こうしたインボイス通貨の「ドル化」は、電機メーカーにおいては、海外生産拠点の大半を東アジア地域に持ち、完成品の最終仕向け地の中心がアメリカであるという企業において採用されていたが、同様にインボイス通貨をドルに統一しようとする傾向は、今回ケーススタディの対象となったいくつかの自動車メーカーにおいても起こりつつある印象を受けた。

第二の方向性は、調査対象の電機メーカーのうちの複数の企業が 2000 年代に入って、全世界の現地法人（あるいは地域統括会社）で発生する為替リスクをよりグローバルに集約するネットィングセンターとしての為替管理統括会社を設置し始めたことである。このグローバルな為替管理統括会社はグループ内での多様な主要通貨建て取引をマルチネットィングの手法を通じて最大限相殺して為替リスクを軽減するものであり、まさに 1998 年の外為法改正によって可能となった為替リスク管理手法である。このグローバルな為替管理統括会社の下では各地域のマイナーカレンシーと主要通貨間の為替リスクについても最大限の集約を行おうとする意図が観察された。こうしたグローバルな為替管理統括会社を持つ日系企業のサンプルは今回の調査では極めて限られたものであったものの、そうした企業でのグループ内のインボイス通貨の選択は主要通貨（円・ドル・ユーロ）建ての比率がそれぞれ拮抗する傾向が見られ、特に東アジアの生産拠点との取引において、現地のマイナーカレンシーが決済通貨として機能する場合も残されているようであった。つまり、グローバルな為替管理統括会社を設置する企業において、多様なインボイス通貨が共存していた。

## 2-3. 日系企業の為替戦略：ヒアリング調査結果の詳細

以下では、2-2 節で類型化された近年の日系企業の為替戦略の概観の基礎となったヒアリング調査の回答の詳細を、(1)インボイス通貨選択と為替リスク管理、及び(2)地域別（北米・欧州・アジア）インボイス通貨の選択と特徴を主な論点として、今回のヒアリング対象企業の大半を占めた自動車メーカーと電機メーカーについて、それぞれ業種別に整理する<sup>12</sup>。

### 2-3-1. 自動車メーカーの為替戦略

#### (1) インボイス通貨選択と為替リスク管理

##### 海外向け輸出のインボイス通貨の選択

現在、日本からの海外向け完成車輸出では基本的に最終消費地の現地通貨建て決済を行

---

<sup>12</sup> 以下のヒアリング調査の回答の詳細は、清水順子の統括の下で早川和伸・吉見太洋の両氏が作成した議事録に細部に渡り基づきながら再構成したものである。本節の記述はヒアリング対象企業の匿名性の確保に最大限の注意を払い構成されている。



っているというのがケーススタディの対象となった自動車メーカーに共通する特徴である。これは現地の販売子会社や地域統括会社に可能な限り為替リスクを負わず、為替リスクを日本の本社に集約するという方針が一般的なためである。これは為替リスクを集約することによるコスト削減に加えて、現地法人のパフォーマンスを適確に把握するためには、為替変動に左右されない業績評価が望ましいためである。しかし一方で、輸出先が途上国などであり、その国の通貨価値が不安定な、あるいは通貨（為替）の取引規模が小さいマイナーカレンシーである場合、インボイス通貨として基軸通貨であるドル（もしくは地域が欧州ならばユーロ）を選択することも各社に共通した特徴である。結果として、主要通貨以外が現地通貨である場合、現地法人もしくは地域統括会社は現地通貨と決済通貨の間のリスクを負う状態であることも各メーカー共通であった。

日本からの完成車輸出においては外貨建て輸出がほとんどであり円建ての輸出は極めて限られた一部の日系商社経由の取引に留まっているというのが現状のようである。ヒアリング調査においては 1 社だけが日本とアジア現地法人間でドルと円を決済通貨として利用していると回答したのみであった。しかし、歴史的に見ると 1990 年代後半までは円建て輸出が行われていたと回答したメーカーも複数存在した。これは、かつては資本関係のない独立系の現地販売会社を通じて取引を行っていたため、円をインボイス通貨として為替リスクを相手に負わせることが可能であったことや、以前は商社経由の取引が多く、商社との取引においては旧外為法の規制もあり円建て決済が基本であったことによる。しかし、多くの自動車メーカーで 1990 年代後半以降、現地販売拠点の資本比率を引き上げてグループ化を進めたり、商社経由取引に伴う手数料の節減のために直接貿易を増加させたりした結果、現地通貨決済がほとんどを占めるようになっていく。つまり、日本の自動車メーカーの海外子会社の増加と商社経由取引の減少が円建て輸出の割合を低下させた一因である。

### 部品取引におけるインボイス通貨の選択

グループ内の国際間の部品取引については、部品と完成車の輸出においてインボイス通貨の選択方針が異なることはないという回答もあったが、供給元の現地通貨をインボイス通貨に用いて生産（製造）拠点を為替リスクから解放しているという回答が複数のメーカーから得られた。これは各自動車メーカーにとって海外の製造拠点の大半が子会社であり、為替リスクを本社に集約して為替変動に影響されない製造拠点の業績評価を行うためである。この原則にしたがって、日本からの部品の海外輸出に関しては全て日本円で行っていると回答したメーカーもあった。しかし、供給元の現地通貨をインボイス通貨にするという方針の下でも、現地通貨がマイナーカレンシーの場合には、ドル・ユーロ・円などの主要通貨の中から供給先（生産拠点）が利用しやすい決済通貨を選ぶという例外規定が設けられていると回答したメーカーもあった。

また近年各メーカーで増加傾向にある海外の子会社同士の取引では上記の基準のほ

か、小さい拠点の現地通貨をインボイス通貨として採用し、規模が大きくリスクを取りなれた現地法人（あるいは統括会社）に為替リスクを可能な限り集約するという回答も得られた。一方で、生産から完成車の販売まで日本と現地法人以外の第三国が介在するグローバルな調達・販売取引においては、必然的に基軸通貨であるドル決済が主流になってくるという回答が複数のメーカーから得られた。

### **親会社・海外提携先の為替戦略の影響**

海外企業を提携先や親会社に持つメーカーからの回答では、両者の為替リスク戦略がもともと類似しているあるいは親会社の為替戦略との整合性を考えてインボイス通貨を選択する傾向があることが分かった。また元来、世界の自動車メーカーでは海外拠点を可能な限り為替リスクから解放し、本社に為替リスク管理を集約するという方針が一般的に採られおり、1990年代後半以降の日本の自動車メーカーの為替戦略の方向性もこの流れに沿ったものであることが確認された。

### **本社での為替リスク管理**

以上のように、近年の日本の自動車メーカーの基本的な為替戦略は、日本からの完成車輸出においては現地通貨建て輸出を行い、海外生産拠点からの部品輸入についても現地通貨建て輸入を行って、日本の本社に為替リスクを集約し、海外製造・販売子会社を為替リスクから解放するというものである。地域統括会社がある場合には、いったん統括会社に為替リスクを集約し、本社と地域統括会社との間で現地通貨建ての取引を行って本社に為替リスクを可能な限り集約させている。

本社での為替管理は、ヒアリングを行ったメーカーのうち1社を除いて、まずナチュラルヘッジを行い、ネットィングとマリーでカバーしきれないイクスポージャーについて、オプションと先物為替予約を行うというものであった。オプションと先物為替予約のどちらを多く使うかは、メーカーによって様々であった。（1社のみが、近年の為替相場の安定を鑑みて、ナチュラルヘッジでカバーしきれない部分についてはヘッジしないというのがここ2～3年の方針であるとの回答があった。）

全体の回答を通じて、やはり本社でナチュラルヘッジを行える可能性が高いため、可能な限り基軸通貨であるドルにインボイス通貨を統一するメリットは大きいようである。あるメーカーの回答では、自動車生産に係わるエネルギー、原材料、輸送費の支払は全てドル建てで統一されているため、ドルのインボイス通貨としての利便性は極めて高いとの認識が示された。

### **1998年外為法改正の影響**

日本の自動車メーカーの為替戦略が1998年の外為法改正による影響を受けたかどうかについての回答は以下のように様々であった。

あるメーカーからは、商社を通じた輸出が多かった頃は旧外為法により輸出を円建てで行わざるを得ず、まさに 1998 年外為法改正を契機としてインボイス通貨が多様化したという回答を得られた。一方、別の複数のメーカーは、現地法人を為替リスクから解放し本社(もしくは地域統括会社)でリスク管理を集約するという 1990 年代末から 2000 年代初頭の経営戦略の採用がインボイス通貨の選択に影響したのであって、外為法改正は直接の要因ではないとの回答を行った。

## (2) 地域別インボイス通貨の選択と特徴

以上のような基本方針の結果、近年における日本の自動車メーカーの完成車輸出におけるグループ内決済通貨の選択とその特徴を地域別に見ていく。

### 北米地域

北米地域のうち米国向けはドル建てであり、多くのメーカーでメキシコ向けもドル建てであった。円建て輸出はほとんどない。カナダ向けはカナダドルをインボイス通貨にしていると回答したメーカーと米ドルをインボイス通貨にしていると回答したメーカーが混在していた。したがって、北米地域の統括会社はドルの為替リスクは本社(日本)に移転されているが、マイナー通貨国であるメキシコについては現地通貨とドルの為替リスクを負っていることになり、カナダについてもドルをインボイス通貨にしている場合は、北米統括会社が(もしくは現地法人)為替リスクを負う構造になっている。

### 欧州地域

欧州地域では、ユーロ建て決済が基本であり、英国やスイスはそれぞれ現地通貨であるポンド建て、スイスフラン建てによる決済が行われているメーカーもある。円建て輸出はほとんどない。本社(日本)と欧州統括会社の決済はユーロが基本であるので、したがって欧州統括会社(もしくは現地法人)はユーロと現地通貨との為替リスクを負う構造になっている。

### アジア地域

近年のアジア地域ではドル決済が基本であることはほとんどのメーカーに共通している。あるメーカーでは、ASEAN 内の現地法人間ではドルを、日本・アジア現地法人間ではドルと円をそれぞれ 60%と 40%の割合で利用しているとの回答が得られた。別のメーカーの回答ではアジア拠点はここ数年前までグループ外の企業であったため、円をインボイス通貨に用いてグループ外企業に為替リスクを持たせてしまおうという意図があったが、近年現地拠点の出資比率を高めたことにより本社に為替リスクを集約したこともアジアのドル決済化が進んだ一因との指摘がなされた。また別のあるメーカーは、本社を含むグループ内企業のアジア向け輸出は全てドル建てであり、円建てはない

との回答が得られた。

したがって、アジアでは現地通貨がインボイス通貨となることが稀であるので、アジア全域で現地法人（もしくは地域統括会社）は、現地通貨とインボイス通貨であるドル（一部は円）との間の為替リスクを負担していることになる。

## 2-3-2. 電機メーカーの為替戦略

### (1) インボイス通貨の選択と為替リスク管理

#### インボイス通貨の選択

自動車メーカーと同様に、完成品の最終消費地の現地通貨をインボイス通貨として選択するというのが、今回ヒアリング調査を行った電機メーカーに共通する特徴であった。したがって、本社（日本）から北米地域への完成品輸出はドル建て、欧州地域への輸出はユーロ建てというのが一般的な特徴となっている。現地通貨が主要通貨でない地域については、グループ内の現地法人については現地法人に為替リスクを押し付けることはせず、したがって現地通貨建て取引を基本としつつ、現地通貨との為替リスクヘッジをしやすい主要通貨は何かという点をも考慮して決済通貨が選択されとの回答も、自動車メーカーとはほぼ同様のインボイス通貨の選択方針であった。上記の2つの方針に従うと、必然的にドルを決済通貨に選択する傾向が支配的にならざるを得ないとの回答が、複数の電機メーカーから得られた。

アジアの生産拠点から本社（日本）向けの輸出については現地通貨建てもしくはドル建てを選択するという回答が一般的であった。アジア拠点と本社（日本）向け輸出に円建て取引が選択されている回答は少なかったものの、日本が最終消費地である完成品輸出の場合、前記の方針に従って、最終消費地の円が決済通貨として選択されることもあるようである。またグループ外との企業との取引においては自社の交渉力が強い場合には自社の為替リスクを回避するため円建て取引を選択することもあるが、一般的に電機機器のマーケットの競争度は高く、こうしたケースは極めて限定的であるとの回答が得られた。

一方、東アジアの現地法人の生産拠点において完成品を主に生産しているある電機メーカーは、その製品の大半がアメリカに輸出されることから、東アジア現地法人-本社（日本）間でもインボイス通貨を可能な限りドルにするのが一般的であり、このアメリカ向け完成品を生産するために日本から東アジア現地法人に輸入される部品もドル建てで決済する傾向があることが指摘された。基本的に製造会社を東アジアに置き、販売会社を主に北米地域に置いている別の電機メーカーにおいてはこの傾向はさらに強められ、東アジア現地法人-本社（日本）間、あるいは現地法人間の取引は基本的に全てドル建てに統一しているとの回答があった。

## 本社での為替リスク管理とグローバルな為替管理統括会社

グループ内取引を基本的にドル建てに統一しているある電機メーカーにおいては、ドルと現地通貨間の為替リスクヘッジは全て現地法人が行っており、本社は全く関与していないとの回答もあった。このようなケースではドルと現地通貨間の為替リスクを現地法人が負っていることになる。一方で、全社的に全ての取引をドル建てにすることにより、本社（日本）においては為替リスクを最小化できるメリットが強調された。

電機メーカーの為替管理における最も顕著な特徴は、ケーススタディの対象となった複数の電機メーカーがグローバルに全世界で発生する為替リスクを一括管理する統括会社（以下、為替管理統括会社と呼ぶ）を欧州地域に設置していることである<sup>13</sup>。この為替管理統括会社の最も基本的な機能の第一は、各地域統括会社に現地法人の決済を集中してもなお残る主要通貨間（ドル・円・ユーロ）での決済取引であり、第二はグループ内の為替リスクの集中管理である。決済取引については、各地域統括会社は、地域統括会社間の取引を為替管理統括会社に対する債権債務とみなして記帳することにより、為替管理統括会社でのネットティングやマリーが可能になり、主要通貨間での為替リスクへのイクスポージャーを最小化することができる。その上で、多くの場合、残ったイクスポージャーの一定割合について、市場が開いている時間帯にその市場で取引される通貨のヘッジを行って為替リスクを集中管理している。

こうした為替管理統括会社の設置によって、為替市場で取引する回数が少なくなったことから為替リスクや為替取引コストが最小化されたこと、また、地域を跨ぐ決済取引・為替ヘッジ取引が一元化されることによるシステム、人員、メンテナンスなどのコスト削減効果が生まれたことが挙げられた。また、主要な最終消費地であるアメリカの現地法人（統括会社）と主要な生産拠点であるアジア地域では恒常的な資金の偏在が存在していたが、グローバルな為替管理統括会社の設置によって、資金を融通しあうことが可能となり、アメリカでの資金調達コストが軽減されたことが副次的な効果として挙げられた。

なぜ為替管理統括会社の立地を欧州主要国としているかについては、ロンドン市場へのアクセスの容易さと並んで税制面の利点（節税効果が大きい）を各電機メーカー共通に挙げていた。ある電機メーカーでは、こうした為替リスクを一括管理する手法は、ユーロ導入前の欧州地域の方法を踏襲したものであるとの回答があった。当時は多くの欧州通貨が存在していたため、日本から欧州地域統括会社にはマルク建てで統一し、そこから現地法人には各欧州通貨建てで販売されていた。このときのビジネスモデルが現在の為替管理統括会社の基礎となっているとの指摘があり、歴史的な背景もあるようである。基本的に単一の為替管理統括会社に決済取引と為替リスク管理を集約したいが、現

---

<sup>13</sup> 今回のヒアリング調査対象企業においては、ネットティングセンターとしての為替管理統括会社は GT（Global Treasury）と呼称されるのが一般的であった。

地の規制上そうした決済取引の集約が可能でない国（主にアジア地域）については別途に為替管理の現地子会社を設置しているとの回答があった。

このような電機メーカー各社の為替管理統括会社は 2000 年代初頭に相次いで設立された。理論的には日本を含む多地域間の取引について以上のようなマルチネットィングを行う決済手法は、1998 年外為法改正によって可能になったと考えられるが、外為法改正を契機としてこうした為替管理統括会社を設立したと明確に回答するメーカーはなかった。

## **(2) 地域別のインボイス通貨の選択と特徴**

以上のような基本方針の結果、近年における日本の電機メーカーにおけるグループ内インボイス通貨の選択とその特徴を地域別に見ていく。

### **北米地域**

北米地域のうち米国・メキシコ向けはドル建てである。円建て輸出はほとんどない。カナダ向けはカナダドルを決済通貨にしていると回答もあった。したがって、北米地域の統括会社はドルの為替リスクは本社（日本）に移転されているが、メキシコとカナダの現地通貨についてもドルをインボイス通貨にしている場合は、潜在的に北米統括会社（もしくは現地法人）が為替リスクを負う構造になっている。

### **欧州地域**

グローバルな為替管理統括会社を持つメーカーでは、ユーロ建て決済が基本であった。このうちあるメーカーではイギリスはポンド建て、スイスはスイスフラン建ての取引が行われていた。但し、東欧向け取引の一部では、ドル決済が行われているケースもあるようである。一方で、決済通貨をドルに統一しているあるメーカーでは、欧州向け輸出もドル決済が基本であった。円建て輸出はほとんどないが、一部のメーカーで欧州地域のメーカーとの合弁会社に対して製品をほぼ独占的に供給していることから自社の交渉力が強い製品について円建て輸出を行っているとの回答があった。本社（日本）と欧州統括会社の決済はユーロが基本であることが多く、もし非ユーロ圏の現地通貨が決済通貨に採用されていない場合、欧州統括会社（もしくは現地法人）がユーロとユーロ以外の現地通貨との為替リスクを負う構造になっている。

### **アジア地域**

電機メーカーでも近年のアジア地域ではドル決済が基本であることは全てのメーカーに共通している。これはアジアの現地法人にとって現地通貨との為替リスクヘッジがしやすい通貨はドルであるためである。グローバルな為替管理統括会社を持つ電機メーカーでは、アジア生産拠点から本社（日本）への輸出については全面的に現地通貨建て

が採用されているとの回答があった。しかし、この電機メーカーも本社からアジアへの輸出に関してはドル建てで行われているとしていた。一方、円建て取引は限定的であるが、日本が最終消費地となる完成品の輸出については円建て取引を行っているとの回答もあった。またアジア生産拠点から最終消費地がアメリカである輸出についてはドルが用いられる傾向が顕著であり、北米向け輸出に関連する取引は全てドルに統一される傾向も観察された。

したがって、アジア地域ではアジアの生産拠点から本社（日本）向けの輸出については現地通貨をインボイス通貨としている電機メーカーも存在するが、最終消費地がアジアである場合では現地通貨建て決済がなされる場合は稀であり、主要通貨の中からインボイス通貨が選択される傾向があるようである。したがって、電機メーカーにおいてもアジア地域で現地法人（もしくは地域統括会社）は、潜在的に現地通貨とインボイス通貨であるドル（一部は円）との間の為替リスクを負担していることになる。

#### **ドルへの決済通貨の統一とグローバルな為替管理統括会社**

日本の近年の電機メーカーの顕著な特徴は、決済通貨をドルに基本的に統一したメーカーがある一方で、他地域で発生する為替リスクへのイクスポージャーをグローバルに一括管理する為替管理統括会社をもつメーカーが混在していることである。

前者の場合、当然のことながらグループ内のドル決済が大半であり、円決済は例外であった。後者の場合、ある電機メーカーのグループ内決済でのインボイス通貨の割合は、ドル建てが 1/2、円建てが 1/4、ユーロ建てとその他通貨建てが 1/4 であり、地域別の売上高の比率と比較するとドル建ての比率が高いものの、全体的に決済通貨としての主要通貨が拮抗する傾向が見られ、地域別売上高のシェアにほぼ匹敵する円建て取引の比率があった。

### **3. インボイス通貨選択と為替レートのパススルー**

前節では、企業ヒアリングに基づき、日系自動車・電機メーカーの為替リスク管理と貿易インボイス通貨選択について詳細な調査結果を提示した。本節の課題は、こうした調査結果が既存の理論や先行研究の成果と整合的か否かを検証し、日系企業のインボイス通貨選択に関する新たな「定型化された事実」を提示することにある。さらに、為替レートのパススルーに関するヒアリング調査結果を詳細に検討する。特に為替レートの変動に対して企業はどのようなタイミングや頻度で価格そのものを改定しているのかについて検討するとともに、パススルーとインボイス通貨の関係についても考察を加えている。

### 3-1. インボイス通貨選択のパターン：先進国間の比較と日本の特徴

本節の課題は、第2節で詳細に検討した企業ヒアリング調査結果を既存の研究動向の中に位置づけると共に、日系企業のインボイス通貨選択に関して新たに得られた「定型化された事実」を提示することにある。

貿易におけるインボイス通貨選択に関する研究は、これまで理論と実証の両面で数多く発表されてきた。特に、1980年代から90年代末頃まで盛んに行われた「円の国際化」の研究において、日本の輸出・輸入のインボイス通貨選択の特徴が詳しく検討されている<sup>14</sup>。これら先行研究に対して本ケーススタディが何を明らかにしたのかを明確にするために、本小節ではインボイス通貨選択に関する研究の座標軸を定める作業を行う。そして次の3-2節において、本ケーススタディから得られたインボイス通貨選択に関する事実が先行研究の示す結果と整合的か否かを検証することを試みる。

本研究が行う「検証」作業は計量経済学的に仮説を検証するアプローチではないが、日系企業のインボイス使用選択行動を解明するための有効な分析手法であると考ええる。そもそも貿易におけるインボイス通貨使用状況を品目別かつ取引相手国別に示す公表データはほとんどないと言ってよい。本ケーススタディは日本の主要産業である電機および自動車メーカーを対象としており、それら企業のインボイス通貨選択行動をミクロレベルで分析することの意義は大きい。さらに本節の分析結果は、今後の計量経済学的分析による実証研究の方向性を定める上でも非常に有益であると考えられる。

#### インボイス通貨使用状況の国際比較

まず、日本の輸出・輸入のインボイス通貨選択のパターンが、他の先進国との比較でどのように特徴づけられるかを確認することから始めよう。この問題は上述の円の国際化の研究においてすでに検討されている。同研究が明らかにした日本の貿易におけるインボイス通貨選択の特徴は次のようにまとめることができる。

- 他の先進国と比べると、日本は自国通貨建て（円建て）貿易比率が輸出・輸入ともに低く、米ドル建て貿易比率が高い。
- 対世界貿易では、輸出・輸入ともに米ドル建て比率が非常に高く、いずれも円建て比率を上回っている。特に輸入の米ドル建て比率が高い。
- 対米貿易では、輸出・輸入ともに米ドル建て比率が圧倒的に高い。
- 対ヨーロッパ貿易では、円もしくは相手国通貨建てで取引される傾向がある。米ドル建貿易のウェイトは相対的に低い。
- 対アジア貿易においても米ドル建て取引のウェイトが輸出・輸入ともに非常に高

---

<sup>14</sup> 貿易面での円の国際化に関する代表的な研究として、河合（1992）、Tavlas and Ozeki（1992）、Fukuda and Ji（1994）、Sato（1999, 2003）、佐々木（2000）、大井・大谷・代田（2003）、大野・福田（2004）などがある。



い。アジア諸国の通貨はほとんど使われていない。

インボイス通貨に関する公表データは、こうした傾向が現在もほとんど変わっていないことを示唆している。表 3-1 は主要先進国のインボイス通貨使用状況を国際比較したものである。1980 年以降、日本は自国通貨建て（円建て）貿易比率を高めているが、2002-04 年時点でも、他の先進国と比べて日本の自国通貨建て貿易比率の低さは際立っている。また、輸出・輸入ともに米ドル建比率が非常に高い。これは他の先進国では見られない特徴である。

残念ながら主要先進国のインボイス通貨に関するデータを入手するのは非常に困難であるため、これ以上詳しく国際比較を行うことはできない。しかし、日本の場合は時系列でインボイス通貨の使用状況の変化をみることができる。次に、日本のインボイス通貨使用状況がこれまでどのように変化してきたかを確認することにしよう。

表 3-1. 主要先進国の貿易におけるインボイス通貨使用状況（単位：％）

| (a) 自国通貨建て輸出比率 |       |       |          |          | (b) 米ドル建て輸出比率 |       |          |          |  |
|----------------|-------|-------|----------|----------|---------------|-------|----------|----------|--|
|                | 1980年 | 1988年 | 1992-96年 | 2002-04年 | 1980年         | 1988年 | 1992-96年 | 2002-04年 |  |
| 米国             | 97.0  | 96.0  | 98.0     | 95.0     | 97.0          | 96.0  | 98.0     | 95.0     |  |
| ドイツ            | 82.3  | 79.2  | 76.4     | 61.1     | 7.2           | 8.0   | 9.8      | 24.1     |  |
| 日本             | 28.9  | 34.3  | 35.9     | 40.1     | 66.3          | 53.2  | 53.1     | 47.5     |  |
| イギリス           | 76.0  | 57.0  | 62.0     | 51.0     | 17.0          | n.a.  | 22.0     | 26.0     |  |
| フランス           | 62.5  | 58.5  | 51.7     | 52.7     | 13.2          | n.a.  | 18.6     | 33.6     |  |
| イタリア           | 36.0  | 38.0  | 40.0     | 59.7     | 30.0          | n.a.  | 23.0     | n.a.     |  |

| (c) 自国通貨建て輸入比率 |       |       |          |          | (d) 米ドル建て輸入比率 |       |          |          |  |
|----------------|-------|-------|----------|----------|---------------|-------|----------|----------|--|
|                | 1980年 | 1988年 | 1992-96年 | 2002-04年 | 1980年         | 1988年 | 1992-96年 | 2002-04年 |  |
| 米国             | 85.0  | 85.0  | 88.8     | 85.0     | 85.0          | 85.0  | 88.8     | 85.0     |  |
| ドイツ            | 43.0  | 52.6  | 53.3     | 52.8     | 32.3          | 21.3  | 18.1     | 35.9     |  |
| 日本             | 2.4   | 13.3  | 20.5     | 23.8     | 93.1          | 78.5  | 72.2     | 69.5     |  |
| イギリス           | 38.0  | 40.0  | 51.7     | 33.0     | 29.0          | n.a.  | 22.0     | 37.0     |  |
| フランス           | 34.1  | 48.9  | 48.4     | 45.3     | 33.1          | n.a.  | 23.1     | 46.9     |  |
| イタリア           | 18.0  | 27.0  | 37.0     | 44.5     | 45.0          | n.a.  | 28.0     | n.a.     |  |

注 1：1992-96 年のデータは次の通り。米国（1996 年 3 月）、ドイツ（1994 年）、日本（1996 年 3 月）、イギリス（1992 年）、フランス（1995 年）、イタリア（1994 年）。

注 2：2002-04 年のデータは次の通り。米国（2003 年）、ドイツ（2004 年）、日本（2004 年下半期）、イギリス（2002 年）、フランス（2003 年）、イタリア（2004 年）。

注 3：2002-04 年のドイツ、フランス、イタリアの自国通貨建て比率は、ユーロ建て比率を指す。

出所：Deutsche Bundesbank (1991); Tavlas and Ozeki (1992); Tavlas (1997); Goldberg and Tille (2005); Kamps (2006); 日本銀行『輸出信用状統計』；通産省『輸入承認届出報告書』；通産省『輸出確認統計』；通産省『輸入報告統計』；通産省『輸出決済通貨建動向調査』；通産省『輸入決済通貨建動向調査』。

## 日本のインボイス通貨の使用状況の推移

1980 年から 2007 年までの輸出・輸入における円建て・米ドル建て比率の推移が図 3-1 と図 3-2 に示されている（ただし地域別データは輸出が 1987 年から、輸入が 1986 年から始まっている）。対世界輸出の円建て比率は 1983 年に 42%に達した後、現在まではほぼ 30%台半ばから 40%までの間を推移している（図 3-1）。米ドル建て比率も 1983 年に 50.2%まで下落した後、現在まで 50%近辺を推移している。つまり、対世界輸出でみると、円建て比率と米ドル建て比率は共に 1980 年代前半から大きく変化することなく現在に至っている。

地域別に見ても、対米輸出では 1995 年以降、対 EU 輸出でも 1990 年代前半頃から円建て比率は低下傾向にある。最も興味深いのが対アジア輸出である。1990 年代に入ってから円建て、米ドル建ての両方とも比率が 50%前後を推移し、両者が拮抗した状態が続いている。円の国際化の研究が盛んに行われていた 1990 年代半ば頃までは、貿易の円建て比率が上昇する可能性があるのは対東アジア貿易である、という見解が広く共有されていたように思われる。対東アジア直接投資を通じて日系企業が同地域への事業展開を進め、現地子会社との企業内貿易が進展すれば、自ずと円建て比率が上昇すると考えられていた<sup>15</sup>。しかし、図 3-1 が示すように、日本が東アジア域内において生産ネットワークの構築を進めた 1990 年代以降も東アジア向けの円建て輸出比率は大きな変化を見せなかったのである。なぜこのように円建て比率が伸びず、米ドル建て比率が 50%近くを占める状況が続いたのか。この重要な論点については、第 2 節のケーススタディの結果を基に次の 3-2 節において論じることにした。

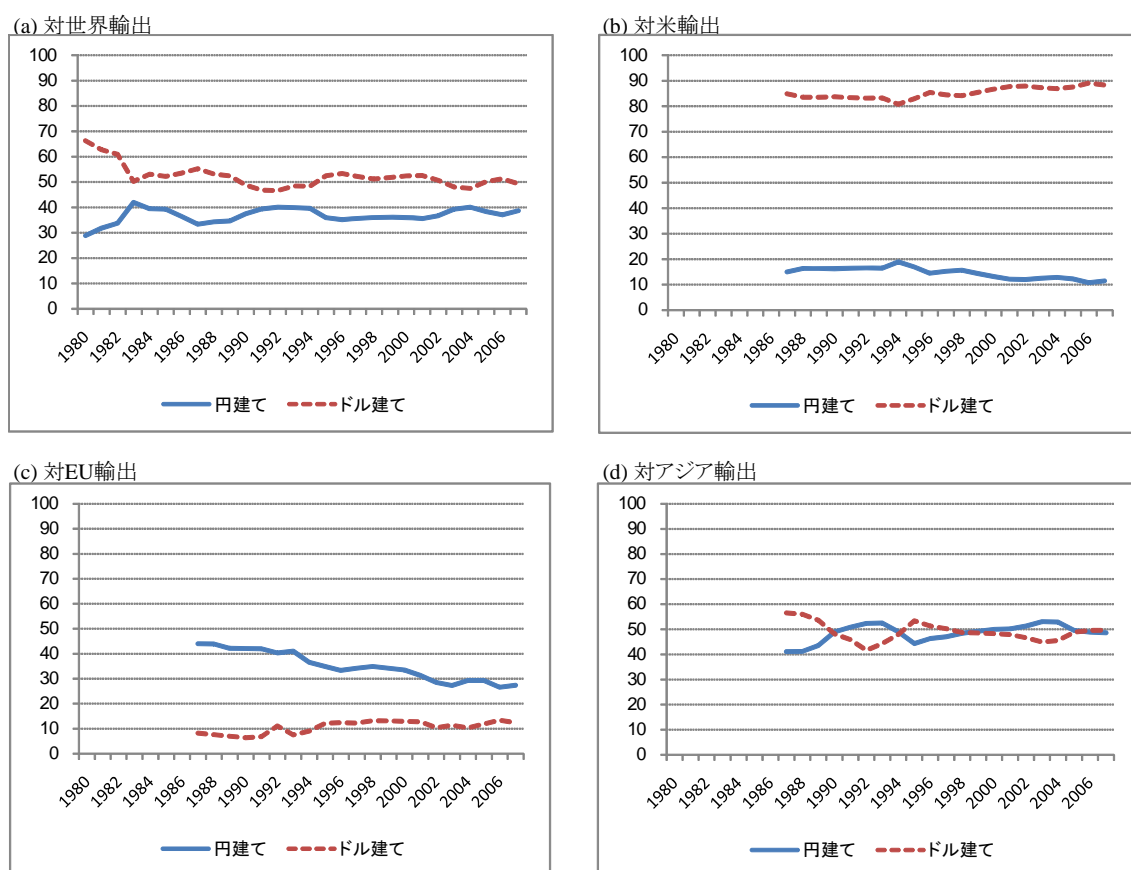
図 3-2 は、日本の輸入の円建て・米ドル建て比率の推移を示している。対世界輸入でみると、1980 年に 2.4%であった円建て比率はその後徐々に上昇し、1993 年には 20%にまで到達した。しかし、それ以降は 20~25%の間を推移し、直近の 2007 年は 20.9%となっている。その裏側で米ドル建て比率は 1980 年の 93.1%から 2007 年の 73.5%にまで低下しているが、注目すべきは米ドル建て比率が依然として非常に高いシェアを保っていることである。

日本の輸入の円建て比率が低く、米ドル建て比率が高い理由として以前から指摘されてきたのが、総輸入に占める原燃料輸入のシェアの高さである。原油や鉱物性燃料などは伝統的に米ドル建てで取引されるため、それら原燃料輸入の占めるシェアが高ければ、全体として米ドル建て取引の比率は高くなる。しかし、2-1 節で論じたように、近年は日本と東アジア諸国が一体となって国際的工程間分業を行っており、機械製品貿易のウェイトは大きく増加している。こうした域内の生産ネットワークの中での取引では、米

<sup>15</sup> 例えば河合（1992, p.306）は次のように指摘している。「日本の企業が円高圧力の下で、低付加価値品目について海外生産にシフトし、高付加価値品目について国内生産を高める対応をとるに従い、・・・海外向けの高付加価値製品の円建て輸出、現地工場からの低付加価値製品や開発輸入製品の円建て輸入が促進されることになろう。しかもアジア域内における対外直接投資の拡大は、企業内貿易をさらに活発にさせて、貿易の円建て比率を一層高める効果をもつ・・・。」

ドル以外の通貨、つまり円や他のアジア諸国の通貨建てで取引される可能性も開けるだろう。しかし、図 3-2 が示すように、対アジア輸入の米ドル建て比率は 1990 年代以降も一貫して 70%を上回っているのである。以上の輸入面の考察からも、東アジアでは依然として円よりも米ドルがインボイス通貨として用いられていることが確認できる。

図 3-1. 日本の輸出の円建て・米ドル建て比率の推移（単位：％）



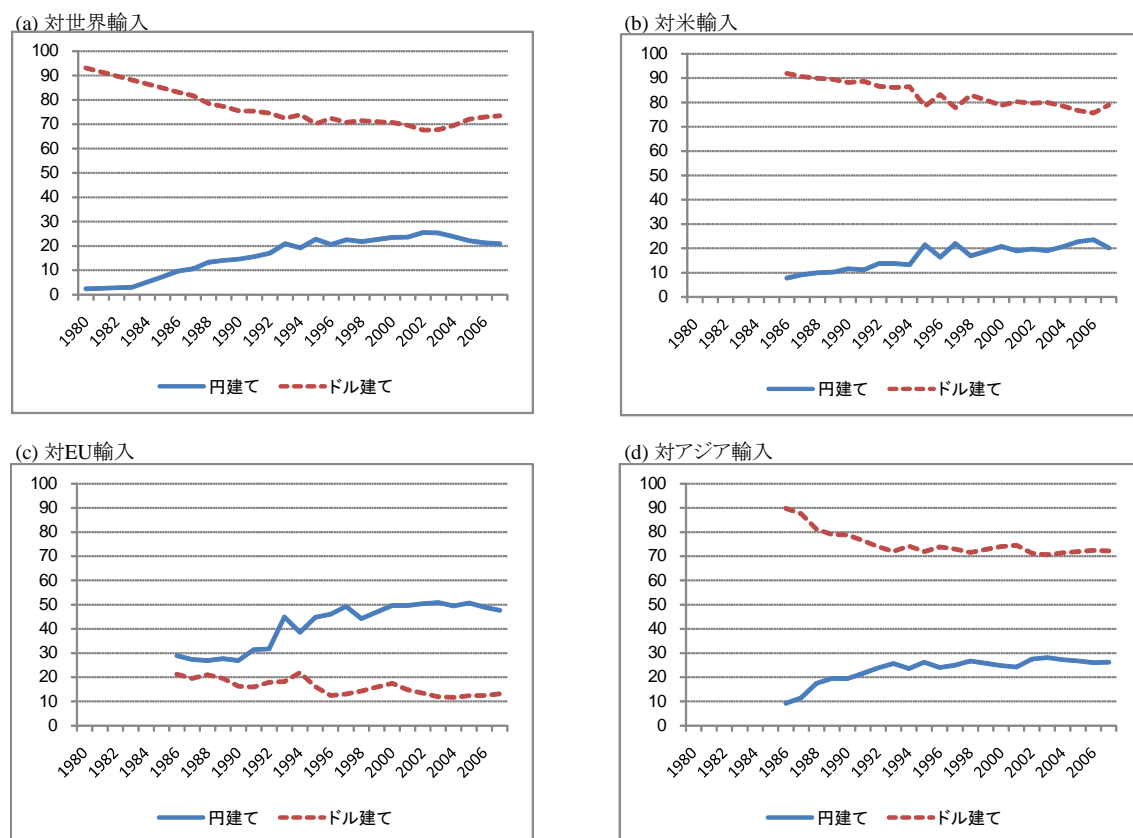
注：1999 年のデータは入手できない。1992 年～97 年は 9 月のデータ、98 年は 3 月のデータ、2000 年～2007 年は下半期のデータを指す。

出所：日本銀行『輸出信用状統計』；通産省『輸出確認統計』；通産省『輸出報告書通貨建動向』；通産省『輸出決済通貨建動向調査』；財務省関税局ホームページ。

最後に、表 3-2 は、2007 年下半期の日本の貿易におけるインボイス通貨の使用状況を示しており、現在入手可能な地域別のデータとして最も詳しいものである。この表が示唆するように、日本の貿易で使われる通貨は、円、米ドル、ユーロ、英ポンドといった主要先進国通貨がほとんどを占めている。アジア向けでのみタイ・バーツや台湾ドルなどが使用されているが、それぞれアジア向け全体の 1%にも満たない。とりわけ、輸出、

輸入共に米ドル建て取引のシェアの高さが際立っている。

図 3-2. 日本の輸入の円建て・米ドル建て比率の推移（単位：％）



注：1999年のデータは入手できない。対世界輸入において、円建ては1981年、82年、84年、ドル建ては1981年～85年のデータは入手できない。1986年は年度のデータ、1992年～97年は9月のデータ、98年は3月のデータ、2000年～2007年は下半期のデータを指す。

出所：通産省『輸入承認届出報告書』；大蔵省『報告省令に基づく報告』；通産省『輸入報告統計』；通産省『輸入報告通貨建動向』；通産省『輸入決済通貨建動向調査』；財務省関税局ホームページ。

こうした日本のインボイス通貨選択の特徴をさらに深く分析するには、品目別かつ地域別にインボイス通貨の使用状況を示すデータが必要であるが、そのようなデータは公表されていない。本研究のケーススタディの意義は、公表データでは確認できないインボイス通貨選択行動を詳細に分析した点にある。次の3-2節では、第2節のケーススタディで明らかにした日系企業のインボイス通貨選択行動が先行研究や公表データと整合的か否かを検証し、インボイス通貨選択行動に関して新たに得られた「定型化された事実」を提示することにした。

表 3-2 日本の貿易におけるインボイス通貨使用状況（2007 年下半期）

1. 日本からの輸出(単位: %)

|     |    |      |      |        |        |             |     |
|-----|----|------|------|--------|--------|-------------|-----|
| 世界  | 通貨 | 米ドル  | 円    | ユーロ    | 英ポンド   | カナダ・ドル      | その他 |
|     | 比率 | 49.3 | 38.7 | 8.4    | 0.8    | 0.7         | 2.1 |
| 米国  | 通貨 | 米ドル  | 円    | ユーロ    | カナダ・ドル | 英ポンド        | その他 |
|     | 比率 | 88.3 | 11.5 | 0.2    | 0.0    | 0.0         | 0.0 |
| EU  | 通貨 | ユーロ  | 円    | 米ドル    | 英ポンド   | スウェーデン・クローネ | その他 |
|     | 比率 | 54.5 | 27.4 | 12.4   | 5.4    | 0.2         | 0.1 |
| アジア | 通貨 | 米ドル  | 円    | タイ・バーツ | 台湾ドル   | 韓国ウォン       | その他 |
|     | 比率 | 49.6 | 48.6 | 0.5    | 0.3    | 0.3         | 0.7 |

2. 日本の輸入(単位: %)

|     |    |      |      |        |         |         |     |
|-----|----|------|------|--------|---------|---------|-----|
| 世界  | 通貨 | 米ドル  | 円    | ユーロ    | 英ポンド    | スイス・フラン | その他 |
|     | 比率 | 73.5 | 20.9 | 4.0    | 0.4     | 0.3     | 0.9 |
| 米国  | 通貨 | 米ドル  | 円    | ユーロ    | スイス・フラン | 英ポンド    | その他 |
|     | 比率 | 78.9 | 20.2 | 0.6    | 0.1     | 0.1     | 0.1 |
| EU  | 通貨 | 円    | ユーロ  | 米ドル    | 英ポンド    | スイス・フラン | その他 |
|     | 比率 | 47.7 | 35.1 | 13.2   | 2.9     | 0.4     | 0.7 |
| アジア | 通貨 | 米ドル  | 円    | タイ・バーツ | ユーロ     | 香港ドル    | その他 |
|     | 比率 | 72.2 | 26.2 | 0.5    | 0.4     | 0.2     | 0.5 |

出所：財務省関税局ホームページ。

### 3-2. 日系企業のインボイス通貨選択に関する「定型化された事実」

#### 3-2-1. インボイス通貨選択の理論との整合性

第1節の理論分析が示すように、為替レートの不確実性に直面する企業は、どの通貨建てで輸出する方がより高い期待利潤を得られるかによってインボイス通貨を決定している。Giovannini (1988) や Friberg (1998) に代表されるインボイス通貨の内生的決定に関する研究は、企業の利潤関数の形状、さらには需要関数と費用関数の形状によってインボイス通貨の選択が左右されることを示している<sup>16</sup>。当該企業が輸出する財の差別

<sup>16</sup> これらの研究は、為替レートにのみ不確実性が存在することを想定した部分均衡モデルに基づいている。これに対して、近年の New Open Economy Macroeconomics の発展に伴い、本源的な経済ショックが為替レートや他のマクロ経済変数に及ぼすメカニズムを捉える一般均衡モデ

化の度合い、あるいは同財の競争力が高い（低い）ほど、需要の価格弾力性は小さく（大きく）なり、企業は自国通貨建て（相手国通貨建て）による輸出を選択することになる。したがって、取引される財の特質が企業のインボイス通貨選択に大きな影響を及ぼす。

また、需要の価格弾力性、つまり市場の競合度は輸出先によって異なる可能性がある。これは取引相手によってインボイス通貨選択が左右されることを示唆している。この場合の「取引相手」には2つの意味がある。一つは、貿易の相手国という意味である。例えば、表3-1が示すように、米国は輸出と輸入の両方とも自国通貨建てで行う傾向がある。米国の市場がより競争的であるために需要の価格弾力性が高く、各国は米ドル建てで取引せざるを得ないと推論できるであろう。これは貿易相手国によってインボイス通貨選択が左右される最も端的な例である。もう一つは、取引相手がグループ企業であるか否かである。第1節で論じたように、輸入業者が輸出企業の連結子会社である場合、輸出企業は自国通貨建て輸出によって一方的に為替リスクを輸入業者に押し付ける行動をとるとは限らない。連結ベースである同一企業グループ内貿易においては、上述の期待利潤最大化に基づくインボイス通貨の内生的決定モデルは意味を持たなくなる。連結決算を前提として、税制の違いや為替リスクヘッジの容易性などによって、インボイス通貨が選ばれることになる。

本研究は自動車および電機メーカーをケーススタディの対象としている。つまり、自動車と電気機械産業に該当する貿易財を対象としてインボイス通貨選択の調査を行っている。マッキノン（McKinnon 1979）は、貿易財の特徴によって、「貿易財Ⅰ (Tradables I)」と「貿易財Ⅱ (Tradables II)」の2つに分けた。生産者による製品差別化・価格支配が可能な工業製品などは貿易財Ⅰに該当し、輸出国通貨建てで取引される傾向がある。原油などの一次産品に代表される貿易財Ⅱはその時代の支配的な国際通貨、すなわち米ドル建てで取引される。自動車や電機メーカーの輸出製品は従来貿易財Ⅰに分類されてきたが、マッキノンの言うように自国通貨建てで取引されるとは限らない。ケーススタディで述べたように、自動車や電機メーカーは市場での厳しい競争にさらされている。その代表例が半導体である。半導体はコンピューターや映像機器等の部品として使われるが、価格競争が非常に激しく、企業が価格支配力を持つことが難しい。マッキノンの分類に従えば、貿易財Ⅰというよりもむしろ貿易財Ⅱに近い性格を持っていると整理することも可能であろう。マッキノンが行ったような従来の分類は必ずしも妥当しくなくなっているということもできる。

本研究のケーススタディのもう一つの重要な点は、調査対象企業の貿易の大半が同一グループ内企業との取引で占められていることである。グループ外企業との取引であれば、企業は為替リスクを相手に負担させることを最適な価格戦略と位置付けるであろう。

---

ルの枠組みで、インボイス通貨選択の研究も進んでいる（Debereux and Engel 2001, Bacchetta and van Wincoop 2002）。同研究は、①輸出相手国通貨に対する為替レートの分散の大小、②当該財の製品差別化の度合い、③輸出先市場での当該国のマーケットシェアの大きさ、などの要因によってインボイス通貨選択が決定されることを示している。

実際に、ヒアリング調査の結果はこの見方を裏付けており、グループ外企業との取引において日系企業は円建て取引を 선호するという結果が得られた。これに対して、同一グループ内企業を相手とする企業内貿易の場合は、連結決算という観点から価格戦略がたてられる。ただし、これは企業内貿易においてインボイス通貨選択が重要性を失うことを意味しない。むしろ、日系企業は現地の販売子会社の収益や販売活動を考慮して現地通貨建てで取引する、あるいはグループ内企業間の最適な為替リスク配分やヘッジの容易性まで考慮して米ドル建てのインボイスを選択するなど、インボイス通貨選択をグループ全体の為替戦略における重要な変数と位置付けているのである。

これまでの考察は次のようにまとめることができる。

(事実1) 日系自動車・電機メーカーの貿易相手の大半は同一グループ内企業である。同一グループ内の貿易では連結決算の観点から価格戦略がたてられるが、日系企業は海外現地法人の収益・事業活動、為替リスクの最適配分やヘッジを考慮してインボイス通貨を選択している。

### 3-2-2. インボイス通貨選択に関する「定型化された事実」

#### インボイス通貨は市場によって異なるのか？

第2節で示したように、自動車および電機メーカーは対先進国貿易においてほぼ同様のインボイス通貨選択の傾向を示した。すなわち、米国向け輸出は基本的に米ドル建てで取引される。ヨーロッパ諸国向け輸出の場合はユーロ建てあるいは現地通貨（英ポンドやスイス・フラン）建てで取引されている。これは図3-1、表3-1とも整合的である。日系企業は輸出相手国の通貨に合わせてインボイス通貨を選択し、それによって現地での販売価格（輸入者側の輸入価格）を安定させる行動をとっている。上記の事実1が示すように、この現地販売価格の安定化は連結子会社に為替リスクを負わせないための戦略であり、「輸出先別価格差別化 (Pricing to Market: PTM)」を行っている と解釈できるだろう<sup>17</sup>。その結果、先進国向け輸出全体としてみると、多様なインボイス通貨が用いられている<sup>18</sup>。

<sup>17</sup> ここではPTM行動を広義に解釈している。すなわち、複数の輸出先に対してそれぞれに価格を差別化する行動だけでなく、日本国内への販売価格と海外への輸出価格の間で差別化する行動も含めてPTM行動と呼んでいる。

<sup>18</sup> 本ヒアリング調査では、輸入のインボイス通貨に関する明確な結果は得られなかった。その一つの理由は、自動車メーカーは完全な輸出超過であり、輸出のインボイス通貨選択に関する回答しか得られなかったからである。なお、表3-1が示すように、日本の対ヨーロッパ輸入の約5割が円建てで取引されている。米国以外の先進国が日本に輸出する場合は円建てのウェイトが高いと推察される。先進国間の貿易では輸出企業が相手国通貨建て取引によってPTMを行っている可能性が考えられる。

他方、途上国向けの輸出は基本的に米ドル建てで取引しているが、東アジア諸国向け輸出においては電機と自動車インボイス通貨選択に違いがみられた。電機の場合は米ドル建て取引が中心である。自動車の場合は、以前は円建て輸出が多くみられたものの、近年は米ドル建て取引へとシフトしている。

以上のインボイス通貨選択のパターンは次のようにまとめられる。

(事実 2) 日系自動車・電機メーカーは先進国向け輸出を現地通貨建てで行う傾向がある。全体として多様なインボイス通貨が先進国向け輸出において使用されている。逆に東アジア向け輸出の場合は、米ドル建て取引へとインボイス通貨が統一される傾向がみられる。

### 金融環境の変化とインボイス通貨選択

インボイス通貨選択のパターンについてさらに深く考察する前に、1998 年の外為法改正が与えた影響についてここで議論しておきたい。2-2 節で論じたように、外為法改正によって日系企業同士の外貨建て決済が可能となっただけでなく、ネットティングによる効率的な決済方法を用いることも可能となった。ヒアリング結果によると、外為法改正がインボイス通貨選択に影響を及ぼしたと回答する企業は少なかったが、調査対象企業がネットティングによる決済コスト削減のメリットを享受していることは明らかである。外為法改正後の新たな金融環境を所与として、企業はインボイス通貨選択の最適な戦略をたてることが可能となったのである。とりわけ(マルチ)ネットティングによって、多様な通貨建て取引から生じる為替リスクを最大限に節約して、決済にかかわる費用を最小化できるようになった。

円の国際化に関する研究は、日本の円建て貿易が伸びない原因として、金融取引に対する規制の大きさや自由かつ発達した金融市場が育っていないことを指摘していた。興味深いのは、外為法改正によって日本の金融取引に関する規制が完全に撤廃されたにもかかわらず、円建て貿易は大きな進展を見せていない点である。上述のように、先進国向け輸出では、それぞれの市場(相手国)に合わせて多様なインボイス通貨が使用されている。また、途上国や東アジア向け輸出では米ドルへのインボイス通貨の統一化が進んでいる。日本の金融取引規制の撤廃によって、むしろインボイス通貨の円離れを促進することになったと考えられる。

(事実 3) 1998 年外為法改正によって、日系企業同士の外貨建て決済やネットティングによる効率的な為替の集中決済が可能となった。こうした金融環境を所与としながら、企業は自らの国際的な事業展開に合わせて、インボイス通貨選択の最適な戦略をたてている。



## 対東アジア貿易はなぜ米ドル建てで取引されるのか？

先進国向け輸出では多様なインボイス通貨が使用されているのに対して、東アジア向け輸出では米ドル建て取引への統一化傾向が観察された。2-1 節で述べたように、日系企業は東アジア域内での生産ネットワークを構築するとともに、その域内工程間分業において中心的役割を果たしている。このような域内生産ネットワーク内の取引であれば、米ドルから離れて、円建てあるいは東アジア諸国の通貨建てで取引する可能性が開けるであろう。しかしながら、日系企業は域内現地法人との貿易において米ドル建て取引を選好している。この米ドル建て決済への統一化によって、日本の本社企業が米ドルとの為替リスクを負うだけでなく、域内現地企業も現地通貨と米ドルとの間の為替リスクを負担することになる。なぜ日系企業が中心となる域内生産ネットワークの中で、米ドル建て取引への統一化が進んできたのか。この問題を電機と自動車のそれぞれの産業の特徴と関連させて考えてみたい。

電機産業は、部品の輸送費用が相対的に小さく、域内の工程間分業が容易であるという特徴を持つ。第 2 節で論じたように、電機産業の日系アジア現地法人は域内での販売・調達額が非常に大きく、域内工程間分業が発達している（表 2-1、表 2-2）。この域内貿易におけるインボイス通貨の決定要因となるのは、①完成品の最終消費地はどこか、②現地法人にとって現地通貨との為替リスクヘッジが容易な通貨は何か、の 2 点であり、その両方を満たす通貨が米ドルであった。電機メーカーからは、完成品の最終消費地としての米国のウェイトが大きく、米系企業が市場での大きなプレイヤーであるとの回答を得た<sup>19</sup>。そして、米ドルが外為市場で最も取引される通貨であり、どの国（企業）も米ドル建てで取引し、リスクヘッジを行う傾向があるという説明であった。これらの理由に加えて、IT 市場では競争が非常に厳しく、韓国・台湾などの競合相手の動向も見ながら価格設定を行わざるを得ないため、必然的に米ドル建て取引が選ばれる、という回答も企業から得られた。

（事実 4）電機産業のように域内工程間分業が活発に行われるケースでは、①完成品の最終輸出先、②為替リスクヘッジが容易な通貨、の 2 点がインボイス通貨の決定要因となる。東アジア諸国にとって米国は重要な完成品輸出先であることに加えて、米ドルが外国為替市場で最も取引規模が大きい通貨であるため、部品と完成品の両方とも米ドル建てで域内貿易が行われている。

自動車産業は輸送費用が高いため、販売地に生産拠点を置く傾向がある。北米市場がその代表例だが、東アジアの場合は部品の供給拠点としての性格が強い。特に近年

<sup>19</sup> 表 2-1 が示すように、電気機械と情報通信機械の日系アジア現地法人の北米向け輸出シェアはあまり大きくない。この点は企業ヒアリングで得られた結果と反するが、表 2-1 は完成品と部品の区別をしていない。両者の区別をすれば、ヒアリング調査結果の内容をより正確に吟味できるが、データ上の制約のため、これ以上の分析は難しい。

ASEAN 域内諸国間で部品の相互補完が進んでいる。そして、その部品の取引は米ドル建てで行われている。

興味深いことに、多くの企業が以前はアジア向け輸出を円建てで（一部は現地通貨建て）行っていたと回答した。それが米ドル建て取引へとシフトし始めたのは 2000 年前後からである。その第一の契機と考えられるのは外為法改正の影響であるが、そのような回答をしたのは一部の企業にとどまった。むしろ、企業のグローバルな事業戦略が東アジアでの生産・販売活動を促進し、その結果として米ドル建て取引が拡大したと考えられる。自動車メーカーは、以前はグループ外であった現地企業に対して出資比率を高め、グループ化を図ることによって生産・販売拠点を構築していった。グループ外企業のときは円建てで取引していたのに対して、グループ化後は米ドル建てに切り替えて、為替リスクを本社が引き受けている。域内ネットワークが拡大すれば、それだけ域内諸国間の部品の相互供給も増加し、その結果米ドル建て取引が増える構造が出来上がっているのである。

（事実 5）日系自動車メーカーの東アジアへの事業展開によって、同一企業グループ内貿易のウェイトが高まった。連結決算に基づく最適なインボイス通貨選択の結果として、円建て取引から米ドル建て取引へとシフトしてきた。

もう一つ留意すべき点として、企業の国際的な事業活動に占める北米現地法人のウェイトの大きさがあげられる。自動車メーカーの場合、東アジア向け輸出を基本的に米ドル建てで取引する企業から、円建て取引が中心である企業まで、インボイス通貨選択行動にばらつきがみられた。このような違いがみられる理由の一つと考えられるのが、北米現地法人の活動規模である。全事業に占める北米現地法人の事業規模が大きい企業ほど、東アジアにおいても米ドル建て取引のウェイトが大きいという傾向が観察された。これに対して、北米が主なマーケットではない比較的事業規模の小さい自動車メーカーの場合、円建て取引のウェイトが高いという結果が得られた。ただし、後者の企業でも、上記の事実 5 で指摘した米ドル建て取引へのシフトが生じており、東アジア域内での部品取引（販売・調達）を米ドル建てで行っていることが明らかになった。

（事実 6）北米現地法人の事業規模が大きい自動車メーカーほど、東アジアにおいても米ドル建てで取引する傾向がある。逆に、北米が主要なマーケットでない企業では、東アジア向け輸出における円建て比率が高くなっている。

### 3-2-3. インボイス通貨選択に関するまとめとインプリケーション

近年、日本は東アジア諸国と一体となって国際的工程間分業を行っており、そこで生

産された機械完成品が東アジア域内を含む世界各国に輸出されている。日本の機械産業の進出先の多くが東アジア地域であり、日系現地法人は現地での取引のみならず、日本や他のアジア諸国との取引も頻繁に行っている。この意味で、日本企業は東アジアを中心に国際的な生産・販売の分業体制を重層的に構築している。

こうした分業体制の下で日系企業はどのような為替戦略を行っているか、というのが本研究のテーマである。特に本節では、第2節で述べた日系企業のインボイス通貨選択のパターンを、既存の研究動向の中に位置付けて比較検討し、新たに「定型化された事実」を提示することを試みた。そこで明らかになったのが、先進国向け輸出における多様なインボイス通貨の利用と、東アジア向け輸出におけるインボイス通貨の米ドルへの統一化傾向である。その背景には次の要因がある。

第一に、1998年の外為法改正以降、金融取引の規制という制約条件が外れたことによって、日本企業は自社の環境に適した為替戦略を自由に採用することが可能となった。これを最も押し進めたのが、グローバルな為替管理統括会社を設置する電機メーカーである。グループ内で多様な通貨建ての債権債務が生まれても、マルチネットティングを通じて最大限相殺し、為替リスクを軽減するというリスク管理手法が採用されている。この効率的な為替リスク管理手法は、多様なインボイス通貨の使用を、言い換えれば輸出先ごとに現地通貨建て輸出価格を安定させるPTM行動を制度的に支える役割を果たしていると思われる。

第二に、先進国向け輸出と東アジア向け輸出では、インボイス通貨選択の論理が異なっている。先進国向け輸出で見られるインボイス通貨の多様化に対して、東アジア向け輸出の場合は米ドルへの統一化傾向が、言い換えれば米ドル建ての輸出価格を安定させるPTM行動が観察されるのである。米ドル建て取引が選ばれる理由は、電機産業の場合、①最終輸出先としての米国の重要性、②米ドルの金融面での便宜性に求められる。特に②は電機と自動車の両産業に共通する理由である。また、船賃、燃料、保険料などの国際物流にかかるコストが国際的に米ドル建てで取引されるなど、米ドルが依然として国際取引において基軸的な役割を果たしている点も重要である。近年米ドル建て取引へのシフトが顕著な自動車産業の場合は、2000年頃から各社が始めたグローバルな事業展開の影響を強く受けている。東アジア域内での生産拠点の構築によって、グループ内貿易のウェイトが高まった結果、米ドル建て取引が拡大している。域内生産ネットワーク内で部品の販売・調達が増加することによって、円建てではなく米ドル建て取引が進む構造となっているのである。

最後に、東アジアで進む米ドル建て取引の意味について指摘しておく。同一企業グループ内の取引では、現地通貨建ての輸出（販売）価格を安定させる行動が顕著であったが、米ドル建てのインボイスである限り、現地法人は現地通貨と米ドルとの間の為替リスクを負担せざるを得ない。米ドル建てPTMでは現地企業が為替リスクから完全に解放されない以上、この残存する為替リスクへの対処が課題となる。特に現地通貨の対米

ドルレートが大きく変動する場合には、米ドル建てインボイスを通じた為替リスク管理の再考が必要となるであろう。この点は次の第4節で改めて検討することにした。

### 3-3. 為替レートの輸出入価格へのパススルー

本研究では、企業の為替戦略、輸出入におけるインボイス通貨選択に関する調査だけでなく、為替レートのパススルー（pass-through）についても調査を行った。為替レートのパススルーとこれまで議論してきたインボイス通貨選択との関係については第1節で説明したとおりである。インボイス通貨選択は主に短期的な為替リスクを左右する問題であり、短期ではパススルーに影響を与えていると考えられる。一方、中長期的にみるとインボイス通貨選択がパススルーに与える影響は小さくなる。

1980年代から1990年代にかけて行われたパススルーの研究では、インボイス通貨の選択がパススルーに与える影響は短期的なことであり、中長期的にみれば両者の関係はほとんどないことを前提にしている論文が主流だった。しかし、1990年代後半からは、名目価格の硬直性に注目する理論的・実証的分析が多く見られるようになり、インボイス通貨の選択が与えるパススルーへの影響も無視できない重要な要素であるにとらえられるようになってきている。第1節でも、1-6節（メニューコスト（menu cost））において価格硬直性が大きいときには中長期的にインボイス通貨の選択がパススルーに影響を与えることを説明している。本節でも、これらの点を重視し、パススルーとインボイス通貨の選択の関係についても考慮したうえで、ヒアリング結果を考察する。

以下、3-3-1節では為替レートの輸出入価格へのパススルーに関するヒアリング調査結果を報告し、3-3-2節ではヒアリング調査結果についてまとめながらパススルーに影響を与える要因について典型的パターンをまとめる。3-3-3節ではパススルーとインボイス通貨の関係からみた今回のヒアリング調査結果の特徴について考察する。3-3-4節で結論を述べる。

#### 3-3-1. 為替レートの輸出入価格へのパススルー：ヒアリング調査結果

まずここでは日系企業のヒアリング調査結果を整理して紹介する。ヒアリングでは、インボイス通貨とパススルーの関係には特にこだわらず、「為替レートが変化したときに、それを価格に反映（パススルー）させているか」といった形で質問をした。調査結果を業種別にまとめると以下のようなになる。

#### 商社

今回ヒアリングを行った商社2社は、基本的に「お客様がプライシングするのであって我々はその価格で取引するだけ」であるため、為替レートが変化したときに価格を変えろといったことには関わっていない、ということであった。

ただし、直接プライシングには関わっていないが、顧客をみていて、為替レートは輸出価格にパススルーしていると思う、ということであった。しかし、契約期間中に価格を変更することはなく、契約ごとにしか変化させないということ、また、プラザ合意の頃のように為替レートが急激に変化していたときに比べれば、最近は為替レートの変動も小さく、それが価格に反映される度合いも小さいようだ、ということであった。

### 自動車メーカー

自動車企業については、全般として、競争が激しく、価格を自由に動かすことはほとんどできない、といった意見が強調されていた。具体的には「完成車の輸出の場合、小売市場での競争が厳しく、為替変動を直接価格に反映させることはできない」といった意見や、「一度提示した価格は（購入側にとって不便であったりわかりにくかったりするため）同じ製品については基本的に変更しない」といった意見がきかれた。また、同一製品について価格改定はしないが、例えば、モデルチェンジをして新たに価格を設定するときに為替レートの変動を反映させる、または、オプションをつけることによって全体の購入価格を調整する、といった方法での価格調整はしているということであった。また、長期的な方法としては、人件費、原材料費などのコストを圧縮する、現地調達を増減するといった形で対応しているということであった。

価格の改定は四半期から 1 年ごとのタイミングで行っているという回答が全社共通であった。この改定のタイミングは各社で異なっていた。また、為替レートの変動が大きいときには価格改定を行うこともあるが、明確なルールがあるわけではないという回答がほとんどであった。子会社によっては、為替の変動を一部だけ上乗せするルールをつくっているところもあった。

また、競争が激しいという意見に関連して、プライシングをするときに現地における競合他社の状況には大きく影響を受けるというのが共通した回答であった。例えば、中国、オーストラリアなどといった、現地に競合自動車メーカーが少ないところでは、日本企業同士、または、参入してきている他国企業との競争になる、ということだった。そして、競合他社が価格についてどのような戦略に出ているか、という様子を観察して、それらを参考に価格を設定することもあるということだった。また、市場占有率が高い場合、特に、トラクターや、特定の機能を持った車種など、販売先の国によっては競合する企業がほとんどない場合には、差別化をはかることができ、価格設定も比較的自由に行えるということであった。

数社からの回答のなかで、子会社や現地法人ではなく、他社ディーラーに販売(輸出)するときには、直接的に価格に為替レートをパススルーさせているという話があった。これについては他社ディーラーがその後に販売するときの価格はマージンを圧縮するなどの方法で調整していると予想される。

## 電気機械産業

電気機械産業については、自動車産業にくらべて、製品の種類も多様で、主に当該製品の市場競争力に依存するところが多い、という回答が多く聞かれた。すなわち、競争力の高い製品についてはある程度為替レートの変化をのせられるが、多くの製品の場合、市場での競争が激しく、他企業（特に中韓など）の動向をみて価格を決めざるを得ないということであった。また、価格は市場で決まるのであり、自社のみが価格引き上げに動くことはできないという回答もあった。主力商品であるとか、販売促進商品であると、為替レートの動向に関わらず価格を低めにするなどの戦略をとるという回答も得られた。

自動車産業と同様に、為替レートの変動に応じて製品価格を変更するということはほとんどなく、四半期ごとに見直すかどうかを決定する、モデルチェンジという形で改定していく、などというスタイルが通常であるということであった。

### 3-3-2. ヒアリング調査結果から考えられるパススルーに影響を与える要因

3-3-1 節では、企業からのヒアリング調査で得られた情報をなるべくそのままの形で整理した。したがって、それらの情報は、企業側の視点からみた為替レートの価格への影響であるといえる。ここでは、これらのヒアリング調査結果を第三者的に、あるいは、マクロ的に見たときに、為替レートのパススルーがどのような特徴を持つのか、特に如何なる要素に影響を受けながら決定されていると考えられるかについて考察する。主なポイントとなる、マーケットパワー、モデルチェンジ、マリーおよびネッティングについてと、近年のパススルー低下について、さらに、実証研究に役立てるために、企業の意図するパススルーとデータ上のパススルーの違いについて論じる。

#### マーケットパワー

製品のマーケットパワー（市場競争力）によってパススルーの度合いが異なるというのがすべてのヒアリング結果からいえることである。マーケットパワーが高ければ、パススルーさせることもあるが、マーケットパワーが低ければ、その他の対応（生産コストの圧縮や製品の見直し）をせざるを得ないということであった。したがって、マーケットパワーが高いほど、輸出品に為替レートの変動を（現地通貨建てで）パススルーさせている、ということが考えられ、マーケットパワーはパススルーの度合いを決めるうえで重要な要素となっていることがわかった。

企業側の「マーケットパワー」「市場競争力」「市場支配力」などという言葉は明確な定義が難しいところもあるが、主にマーケットパワーに影響を与えているのは、市場占有率、競合他社がどの国の企業か、差別化ができる製品か、などといった要因と考えられ、それらがパススルーに影響を与えていると考えられる。

## モデルチェンジ

ほとんどの企業は、価格改定は、モデルチェンジにあわせる形で行われると回答していた。これは、同一モデルの製品の価格をある日突然値上げすれば、消費者にとっては割高感が強く需要が減退するおそれがある、他社との価格競争に負ける、市場で決まってきた価格と異なる価格はつけられない、というのが主な理由であった。モデルチェンジというタイミングや要素もまたパススルーに影響を与えているということである。

通常我々は価格改定というと同一製品の価格が変化していくことを想像するが、これが実際にはモデルチェンジの形で行われていることで、どのような影響が考えられるだろうか。パススルーの計測をするときに使用する価格が、どの程度ミクロのものであるか、また質の変化を考慮するヘドニック物価指数を採用しているかどうかで解釈が違ってくる。ミクロ（たとえば、排気量も一定であるような乗用車という物価、あるいはさらにメーカーを指定したような物価）のデータで見る場合を考える。もし質の変化を考慮するヘドニック指数を採用しており、モデルチェンジにより同じ車種の店頭価格が上昇しても、性能もその分よくなっている（たとえば、ナビが標準装備）といった場合には、これは品質調整済み価格上昇とはみなさない。逆に店頭価格が据え置きであっても、性能がよくなっている場合には、これは品質調整済み価格が下落したとみなす。従って計測された価格が品質調整済みかどうかをチェックする必要がある。マクロの物価指数——たとえば消費者物価指数——においてパススルーを考察する場合には、その物価指数に含まれている乗用車の価格がヘドニックになっているかどうかは重要である。日本においてもアメリカにおいても、消費者物価指数に含まれている乗用車についてはヘドニック指数が採用されている。

ただし、重要なのは、大きなモデルチェンジのタイミングはほぼ1年という回答が多く、そのほか、マイナーチェンジなどは3ヶ月または半年、といった単位で行われるということである。つまり、価格は、少なくとも3ヶ月程度、長い場合は1年くらい硬直的になっている可能性が高いのである。価格改定の頻度を低めるということから、一種のメニューコスト（1-6節）と考えられる。このような価格硬直性があるとき、中期的にもインボイス通貨選択がパススルーに影響を与える可能性が考えられる。

このように考えると、モデルチェンジ時に価格を改定するということは、価格に硬直性をもたらしているという意味でパススルーに影響を与えているといえる。近年、open economy macroeconomics を応用して、輸出入価格の硬直性を特に重視したモデルが展開されているが、そのような仮定が現実的であることを支持する結果であるといえるだろう<sup>20</sup>。

## マリーおよびネッティングについて

<sup>20</sup> Betts and Devereux (1996)など。

パススルーに関するヒアリング調査結果から直接得られた回答ではないが、第2節でも述べているように、企業内、あるいは企業グループ内でマリーおよびネッティングが盛んにおこなわれている。マリーおよびネッティングされている部分については、為替レートの変動は互いに相殺される。したがって、企業としては、少なくとも理論的にはマリーなどで相殺できる部分については、現地価格に為替レートをパススルーさせなくても問題がないため、マリーやネッティングをすること、また、ネッティングを円滑にするようなグローバルな為替管理統括会社を置くことは、パススルー低下の原因につながる可能性が高いと考えられる。

### 近年のパススルー低下について

近年のパススルー低下については、ほとんどの企業が、1980年代はプラザ合意などがあり大きな為替レート変動があったが、1990年以降は比較的为替レートの変動が小さかったのも、いちいち為替レートの変動を価格に反映させなかったように思う、と回答している。Taylor (2000)などは、近年の先進国におけるディスインフレ状態がパススルーを全体的に押し下げていると述べているが、これが現実にあてはまる可能性が高いと考えられる。

### 企業の意図するパススルーとデータ上のパススルー

今回のヒアリングであらためて注意しなければいけないと感じたのは、企業が意図するパススルーと、われわれがマクロのデータを利用して計測するパススルーには多少の距離があるということである。

例えば、企業は上述のモデルチェンジの例のように、価格改定には時間がかかると回答しており、計測する上でラグをつけなければいけないことが明らかになった。これまでも、輸送（ SHIPPING ）に3ヶ月から6ヶ月かかる、といったことから、通常、3ヶ月～1年くらいのラグを取った分析が行われているが、SHIPPING 以前の問題として、上述のような価格硬直性があるとなると、製品によっては、より長いラグを考えるべきかもしれない。

また、企業によっては、製品が製造されてから販売されるまでに多くの子会社（多いときは10社くらい）を経由するといったところもあり、必ずしも、国境を越える時点での価格が最終的な販売価格となっていない可能性もあることがわかった。

第1節で詳しく述べているように、企業が価格設定時に如何なる為替レートを想定しているかが、企業がどれくらいのパススルーを「意図して」いるか、という問題に深く関わってくる。したがって、企業が価格設定時に、決済時の為替レートの期待値を利用しているのか、それとも、フォワードレートを用いているのか、社内で想定しているレートを用いているのか、などといったことが重要になってくる。

この点については、自動車メーカーのうち2社は、価格設定時の為替レートをもとに



価格を決定していると回答している。理由としては、為替の期待値は不確実性が高く、結局その時点でわかるレートを使用せざるを得ないということであった。これは理論的には、企業が為替レートについて random walk を想定しており、「期待為替レート＝現在の為替レート」という性質をもとに価格設定していると解釈できるだろう。

商社については、約3ヶ月先までを見込んだ想定レートないし契約レートのようなものを設定しているケースが多く、それらは為替レートに対する期待や、フォワードレートの動向によって決定されているようである。したがって、商社経由で輸出をする企業は、それらのレートをもとに、価格設定を行っている可能性がある。

現実にはパススルーを計測するときには、事後的に実現された為替レートを用いているので、企業がこのような期待為替レートをもとに意図したパススルー値そのものを計測しているわけではないということがいえる。

### 3-3-3. インボイス通貨選択とパススルーの関係からみたヒアリング調査結果

第1節で述べたように、短期的にはインボイス通貨選択とパススルーには関係がある。また、メニューコストがあるときのように価格硬直性があるときも同様である。3-3-2節で述べたように、ヒアリング調査結果より、今回調査対象となった電気機器や自動車は、価格硬直性が少なからずみられるということだったので、インボイス通貨選択とパススルーには関係があると考えられる。本節では、このような関係からみて、今回のケーススタディがどのように整理されるかを、インボイス通貨選択がパススルーに与える影響とパススルーがインボイス通貨選択に与える影響について考察する。

#### インボイス通貨選択がパススルーに与える影響

3-3-2 節で述べたように、今回のヒアリング対象企業の扱う製品に関するほとんどの価格改定はモデルチェンジという形で行われており、その期間は1年程度が多いということであった。したがって、第1節のメニューコストの説明にあったような、価格硬直性があるケースにあてはまり、中長期的にもインボイス通貨選択がパススルーに影響を与えていると考えられる。例えば、日本車を1台1万ドルで輸出しているときに、10%円高になったとしよう。本来であれば1万1千ドルに値上げしなければ同じ円建て収入を得られないが、インボイス通貨がドルの場合には、次のモデルチェンジまで1台1万ドルのままにしておかなければならない。もしもそれがモデルチェンジをして新価格を公表した直後であれば、一年近く価格を変えられずに待たなければならないかもしれないのである。その間、輸入価格に為替レートの変化はパススルーしない。一方、インボイス通貨が円のときには、円建て収入は変わらず、輸入価格には為替レートの変化が完全にパススルーする。

第2節及び第3節によると、インボイス通貨は多くの場合現地通貨であるということであった。したがって、現地において、輸入価格に為替レートの変化はパススルーしに

くい（反映されにくい）状態であるといえる。インボイス通貨が現地通貨ではなく、主要通貨であるというケースも見られた。その場合は、主要通貨と現地通貨の間の為替レートの変化は輸入価格にパススルーする。ただし、この場合でも、小売価格にも同じようにパススルーさせるかどうかはわからない。これについてある自動車企業は、小売価格自体、現地通貨建てで固定されているので、主要通貨と小売通貨の間に生じた為替リスクは、販売会社と輸出会社で折半するなどのルールを設けていると答えていた。

以上の議論のなかで注意しなければならないのは、1-4 節（中期の場合）の始めに説明しているように、インボイス通貨が現地通貨だからといって、現地通貨建て価格をいつまでも変えないわけではないということである。モデルチェンジの機会やオプションなどの変更の機会があれば、現地通貨建て価格も変化する。そのときに為替レートの変化をパススルーさせるかどうか、という問題はもはやインボイス通貨選択とは独立になる。さらに、為替レートの変化が大きい場合にも臨時的措置として価格を変化させて為替レートの変化をパススルーさせる可能性がある。今回の調査でも、「為替レートが大きく変化したらどうするか？」という質問に対しては、非常に大きい為替レートの変化があるときにはなんらかの形でパススルーさせる可能性がある、という答えが多く返ってきた。また、為替レートの変化が激しいときなどは、同業他社がパススルーすれば自社も追随するといったこともあり得る、という答えもあった。

このように、インボイス通貨の選択がパススルーに影響を与えるということを考えると、近年パススルーが低下している理由としても、現地通貨がインボイス通貨として用いられる率が増加している可能性も検討すべきではないかと思われる。

### パススルーがインボイス通貨選択に与える影響

これまで、インボイス通貨選択がどのようにパススルーに影響を与えているかということを考えてきたが、逆に、パススルーの大きさを、企業が戦略的に左右しようとして、そのためにインボイス通貨を選択することも考えられる。

今回の調査結果から、インボイス通貨には現地通貨が多いことがわかったが、インボイス通貨の選択が、パススルーに影響を与えるために行っている場合には、それは企業がパススルーを低くしようとしていることを表していることになる。なぜパススルーを低くしようとしているかという理由だが、多くの企業は現地法人に為替リスクを負わせたくないから、と回答している。したがって、企業はパススルーを小さくするために現地通貨を選んでいるといえることになる。ただし、このときの為替リスクというのは価格が変更できないような期間のものであり、モデルチェンジができるような長期にはあまり影響はない可能性もある。

このように説明すると、インボイス通貨はすべてパススルーを左右するために選択されているように思えるが、これはいろいろある要因のなかの一つにすぎない。たとえばアジア地域においては比較的多くのケースで主要通貨であるドルがインボイス通貨と

して用いられる。現地法人にリスクを負わせないためにパススルーを抑えたいという要因から考えれば、インボイス通貨は現地通貨になるべきであろう。実際にはドルが使われているのは、当該通貨の利便性という要因や、当該企業の北米輸出シェアが高いといった要因など、その他の要因が影響を与えているためだと考えられる。現地通貨をインボイス通貨としている場合でも、パススルーを抑えるということも重要な要因となっているが、その通貨の利便性がある程度よいことや、当該企業のその他の輸出との関係からしても問題ない、というように、その他の要因も同時に少なからず影響を与えていると考えられる。

### インボイス通貨の違いによる事後的に計測されるパススルーへの影響

「パススルーがインボイス通貨に与える影響」で説明したように、インボイス通貨選択にはいろいろな要因が同時に影響を与えていると考えられる。したがって、場合によっては、パススルー要因ではなく、他の要因で通貨が選択されることもありうる。その場合には、企業の意図するパススルーが、インボイス通貨が他要因で決まっているために達成されない可能性があることを考えなければならない。例えば、アジアにおいて、現地企業との競合が激しいのでなるべくパススルーを抑えるためにインボイス通貨を現地通貨にしたいが、現地通貨の市場が整備されていないためにドルを用いる、といったケースである。このとき、本来であればパススルーはなるべく抑えたいと考えているが、予想外に現地通貨とドルの間の為替レートが動けば価格は自然と変化してしまう。このように、インボイス通貨がパススルー要因ではない要因に左右されて決まるとき、もともと企業が意図したパススルーと、事後的に計測されるパススルーに相違が出る可能性がある。

先にも述べたように、価格硬直性もあることから、このような影響はある程度大きいと考えられる。このような影響は、実証研究をするときに、ラグを設けることである程度解消することができる。従来のパススルーの研究でも、輸送に3ヶ月から6ヶ月かかる、という話を根拠にラグを3ヶ月～1年ほどつけてきたが、輸送以外の要因として、このような硬直性がみられるのであれば、より長くラグをつけて考えるほうがいいのかもしれない。また、商社については、マリーできないエクスポージャーについては為替予約をし、社内で想定レートを作っているということなので、この場合、実際のレートを使ってパススルーを計測するときに、インボイス通貨が外貨(現地通貨)であると現地通貨建て価格へのパススルーは小さくなる方にバイアスを受ける。

### 3-3-4. まとめ

本節では、為替レートの輸出入価格へのパススルーについて考察した。第1に、パススルーに関するヒアリング調査結果を業態別にまとめ、第2に、それらから考えられるパススルーに影響を与える要因について考えた。第3にパススルーとインボイス通貨選

択の関係からヒアリング調査結果について考察した。

これまでのパススルーの文献のなかで明らかにされてきていることの確認となるが、価格支配力（マーケットパワー）や為替レート変動（ボラティリティー）の大きさなどがパススルーの大きさに影響を与えていることがわかった。また、価格改定には時間がかかるため、従来以上に長いラグを想定すべきケースもありそうだということがわかった。パススルーに関する企業ヒアリングというのはあまり行われてこなかったことなので、大変貴重な結果を得ることができたといえる。

最後に確認しておかなければいけないのは、輸入価格と小売価格の違いについてである。第1節の議論では、この二つを明確に区別して説明をした。しかし、現実にはヒアリング調査をした際には、この二つが「価格」という表現で混在した形で使われていたり、あるいはケースによって回答者の意図していた価格と聞き手の想像していた価格が異なっていた可能性がある<sup>21</sup>。

#### 4. 東アジアにおける共通通貨バスケット導入の可能性について

東アジアにおける共通通貨バスケット制の導入は、今後アジアにおいて通貨危機の再発を防ぐためには東アジア諸国が為替政策を協調する必要があること、そのためには従来のドルペッグ制ではなく、東アジア通貨で構成された共通通貨バスケットを用いた通貨バスケット制度を採用することが望ましい、という観点から提言されてきた。Ogawa and Shimizu(2005)は、ASEAN10 カ国に日本、中国、韓国の3 カ国を加えた東アジア13 通貨で構成された共通通貨バスケットとしてアジア通貨単位（AMU）を創出し、2005 年9 月より RIETI のウェブサイトでデータの公表を行っている。AMU は、当初は ASEAN+3 財務省大臣会議での経済サーベイランス指標の一つとして活用してはどうか、というマクロ的見地から考えられたものであるが、その一方で欧州のユーロのように、将来的に地域通貨としての役割を果たすという可能性も期待される。この提言が机上の空論に終わらないためには、日系企業の為替戦略というミクロ的な視点に転じ、「日系企業にとって東アジアの共通通貨バスケットに期待する有用性とは何か」という問題を検証することが必要不可欠であろう。この節では、まず現在日系企業の多くが決済通貨として用いているドルの基軸通貨としての利点と東アジア通貨が抱える実務的な問題を指摘した上で、今回の企業ヒアリングの際に得られた共通通貨バスケットに期待される役割についてまとめる。

---

<sup>21</sup> この点は、調査結果をまとめるにあたり、非常に難しく感じた。できる限りその二つを区別したつもりだが、最終的にどちらか判明しないこともあった。今後の課題として、これらの違いを意識した形での研究やヒアリング調査が行われることが望まれる。

#### 4-1. 基軸通貨としてのドルの利点

国際貿易取引における使用通貨には一種の慣性が働くことについては、既に多くの研究者が検証している。例えば、小川 (1995) は、基軸通貨としてのドルは、たとえドルの価値が減価したとしても、国際通貨としての利便性、すなわち、交換手段としての機能が他の通貨より優位にある限り、その地位を大きく変えることはないと指摘している。したがって、ドル以外のユーロや円などの通貨がドルに並ぶ国際通貨となるには、価値貯蔵手段としての機能において優位性を発揮するだけでは十分ではなく、国際通貨としての利便性、すなわち、交換手段としての機能(媒介機能)が高まる必要がある。

通貨は、貨幣の機能と同様に以下の3つの機能、第1に媒介機能、第2に価値表示機能、第3に価値の保蔵機能を持つ。基軸通貨は、国際取引に伴う決済に広く使われる通貨として定義される。国際的な通貨として機能するためには、基軸通貨も上記の3つの条件を満たしている必要があるが、その中でも最も重要な機能は第1の媒介機能である。この媒介機能で重要な点は、規模の経済が働くということである。すなわち、取引コストが低く利便性の高い国際通貨を皆が使うことによってさらに取引コストが低下し、利便性が益々高くなる。例えば、今回のケーススタディでわかったように、日系企業の東アジア諸国との貿易において円建て比率が高くない理由としては、円と東アジア通貨間の為替市場が成熟していないことが挙げられる。円と東アジア通貨の為替相場は裁定されたクロスレートは、二通貨の対ドル為替相場から計算されるレートであり、取引コストも二重にかかること、これに対して東アジア通貨の対ドル為替レートの使い勝手が良いことが知られている。さらに、1997年のアジア通貨危機まで東アジア諸国の多くは、長く実質的にはドルペッグ政策を採っていたため、東アジア通貨の対ドル相場は非常に安定していた。通貨危機が治まった後で、多くの国は管理フロート制へと移行しているが、実態としては為替リスクがなかったアジア通貨危機以前の状態をそのまま引きずるなどしている。

このように、東アジア諸国では国際取引におけるドル建て比率が高いことから自国通貨の対ドルレートの安定が重視され、事実上自国通貨をドルにペッグさせるという為替政策が長年採られてきた。しかし、アジア通貨危機以後は米国のみならず日本や欧州とも密接な経済関係にあるアジア諸国がドルペッグ制を採用することは適切ではないという指摘がなされ、共通の通貨バスケットを用いた域内為替協調が提案されている。事実、2005年7月に行われた中国の為替制度改革以降、東アジアの多くの国はドルペッグ制からより柔軟な為替制度に向けて移行しており、東アジア通貨は一部(日本円など)を除き、徐々に対ドル相場で上昇してきている。しかし、前述の小川(1995)に従えば、プラザ合意以降ドルの価値が対円でかなり切り下げた後もドルの基軸通貨としての優位性は変化せず、円建て比率は上がらなかった。このような事実を踏まえると、今後、東アジア通貨の対ドル相場が大きく変動するようになったとしても、ドルは基軸通貨と

して使われる続けることが予想される。今回の日系企業のケーススタディにおいても、ドルを全社的な決済通貨として統一しているというような例があったが、これは基軸通貨としてのドルの役割に現在も揺らぎがないことの表れであると考えられる。

## 4-2. 東アジア通貨取引の現状と問題点について

外為市場のモニタースクリーンを見ると、東アジア通貨の対ドル相場が売買相場 (Bid, Ask) で建値されている。しかし、実際には日本円、シンガポールドル、香港ドルを除く東アジア通貨の多くにはまだ為替取引規制が残されており、第三国から非居住者が為替取引を行う際に規制がある、あるいは不可能である、といったケースが少なくない。

東アジア通貨を取引する際に生じる問題点としては、以下が指摘される。

1. 流動性が少なく、取引コストがかかる
2. 為替の先物予約に規制がある
3. 第三国での決済ができない
4. 第三国からの資金運用・調達ができない

問題点1については、東アジア諸国のローカルな為替市場の規模が小さく、流動性が少ないため、直物相場の取引や為替スワップを行って先物予約をする際にスプレッドが大きくなりがちである。また、対ドルではなく、東アジア通貨対日本円のようなクロス取引を行う際には、東アジア通貨対ドルの取引を行ってからドル対日本円の取引を行うことになるため、二重に取引コストが嵩む。このような東アジア通貨対円のクロス取引の煩雑さは、ドルを全社的な基軸通貨として為替取引を統一するという形態を日系企業が選択する要因の一つになっている。さらに、現地に生産工場を持つ企業が利益送金などを行う際に、ローカルな為替市場の規模に対して自社の取引金額が大きすぎるため、一度に為替取引を行うことができないといったケースも報告された。

表 4-1 は、東アジア各国の現地通貨対主要通貨の為替取引高の1日平均額を表したものである (2007年4月1ヶ月間の平均)。この表から明らかなように、東アジアにおいては日本が突出して為替取引高が多く、次いで香港とシンガポールという順番になるが、日本と同様に為替取引規制のない香港やシンガポールでさえ、その取引高は日本の半分以上である。中国は日本の取引高の約20分の1という少なさである。このように東アジア各国の現地通貨の為替取引規模は依然として小さく、日系企業がローカル通貨の流動性不足に悩まされているという指摘を裏付けるものである。また、日本円を除く東アジア通貨はその90%以上が対ドルで取引されている。一部では、東アジア通貨対日本円で取引されるケースも見られるが、その国としては、タイ、インドネシア、韓国などが挙げられる。これらの国では、バーツ円、ルピア円、ウォン円のニーズがあることが推察される。

表 4-1. 東アジア各国の現地通貨対主要通貨の為替取引状況

(2007 年 4 月、1 日平均額、単位百万ドル)

|        | 総計      | 米ドル (米ドル<br>取引が総額に占<br>める割合、%) | ユーロ    | 円   | 英ポンド  |
|--------|---------|--------------------------------|--------|-----|-------|
| 中国     | 9,056   | 9,030 (99.7%)                  | 6      | 3   | 0     |
| 香港     | 73,407  | 72,521 (92.3%)                 | ...    | ... | ...   |
| インドネシア | 1,829   | 1,689 (92.3%)                  | 51     | 60  | 5     |
| 日本     | 169,574 | 138,846 (81.9%)                | 14,077 | ... | 6,293 |
| 韓国     | 27,105  | 26,099 (96.3%)                 | 351    | 456 | 55    |
| マレーシア  | 2,719   | 2,651 (97.5%)                  | 31     | 16  | 5     |
| フィリピン  | 2,168   | 2,154 (99.4%)                  | 6      | 4   | 1     |
| シンガポール | 24,249  | 22,937 (94.6%)                 | 315    | 249 | 223   |
| タイ     | 4,739   | 4,413 (93.1%)                  | 82     | 182 | 34    |

出所：Triennial Central Bank Survey 2007, BIS

問題点 2 については、貿易取引上欠かせない為替の先物予約が第三国からはできない、あるいは規制があるため、為替リスクをヘッジするためにはオフショア市場で Non-Deliverable Forward (NDF 取引) を利用せざるを得ない、という状況にある通貨が多い<sup>22</sup>。しかし、オフショア市場での NDF 取引は必ずしも通貨当局が認めているわけではなく、急に取引ができなくなるというリスクも存在するため、NDF 取引をリスクヘッジ手段として使わないと決めている企業も少なくない。為替の先物市場については、従来のドルペッグ体制においては、事実上先物予約を取る必要がなかったために市場が育たなかったことが指摘される。昨今の対ドル相場の変動は、今後東アジアの先物市場に対するニーズが高まり、市場を成熟させる一つの原動力になることが期待される<sup>23</sup>。

問題点 3 については、為替取引規制により第三国から自国通貨の決済ができない、あるいは自国で外貨決済ができないという国が多い。このような国に生産・販売拠点を持

<sup>22</sup> 現地通貨の受け渡しはなく、ネット金額のみを一定の期日にあらかじめ設定したレートを使って、ドルまたはその他の主要な通貨によって差金決済する手法を指す。為替のリスクヘッジ手段としては有用だが、オフショア取引のため、当該国の通貨当局が取引を禁止するなどのリスクがある。実際に、香港市場での中国元の NDF 取引は中国政府によって禁止されたことがある。

<sup>23</sup> 中国では、2005 年 7 月に為替制度変更が発表された後、矢継ぎ早に規制緩和や市場育成が行われてきた。為替先物取引も 2005 年 8 月に銀行間取引が解禁され、対顧客取引も取引の出来る銀行の範囲拡大や取引対象の拡大（主要経常取引項目から全ての経常取引項目と一部の資本取引へ）といった措置が採られてきている。

つ日系企業は、現地に金融子会社を設立して為替取引を行う必要がある。問題点 4 については、ローカル通貨による調達や運用に対する規制が厳しい国が多く、工場を現地に設立するための資金調達手段が現地の金融機関からの借り入れに限られる、という場合も少なくない。現在 ASEAN+3 の財務大臣・中央銀行総裁会議においてアジア債券市場育成イニシアティブアジアが推進されているが、これにより現地通貨建て債券の発行が容易になれば、日系企業の現地での資金調達手段が多様化すると期待される。

上記のような問題点が残る現状では、実務的には東アジア通貨（除くシンガポールドル、香港ドル）を決済通貨としながら徹底した為替リスク管理を行うことは、流動性の面からも規制の面からも不可能であると判断する日系企業が多く、この状況を改善することは早々には難しいだろうと考えられている。

#### 4-3. 東アジアにおける共通通貨バスケットに期待すること

東アジアにおける共通通貨バスケットに期待される役割を考える際に、参考となるのが現在のユーロが欧州市場で果たした役割になるだろう。実務取引という面からユーロが欧州企業にもたらした恩恵は大きい、それはユーロ導入以前の欧州通貨の取引状況に起因する。ユーロ導入前の欧州市場では、独マルクが欧州通貨の取引の中心となり、欧州通貨対独マルクの取引が対ドルよりも活発であった。また、その他の欧州通貨間のクロス取引も行われていたことから、EU 内で貿易取引を行う欧州企業の為替のエクスポージャーは多種多様に渡っており、その取引コストは多大なものであった。ユーロの導入は、英ポンドやスイスフランなどユーロに参加しない通貨を除く欧州通貨間の為替リスクを一挙に解消するものであり、企業にとって為替リスクと取引コストの減少は大きなメリットとなった。

しかし、現在の東アジアにおける現地通貨間の取引状況はどうだろうか？ 前述の東アジア各国の現地通貨対主要通貨の取引状況が示すとおり、ほとんどの通貨がドルを中心に取引されており、東アジア通貨間での取引は活発ではない。さらに、2005 年 7 月に行われた中国の為替制度改革以降、東アジアの多くの国はドルペッグ制からより柔軟な為替制度に向けて移行してきているにも関わらず、ドルの基軸通貨としての優位性は変化せず、今後もドルは東アジアの決済通貨として使われることが予想される。したがって、東アジアにおける共通通貨バスケットに対して、ユーロ導入が欧州為替市場に果たした取引コスト削減という役割を最初から期待するには無理がある。むしろ、共通通貨バスケットを用いた為替協調体制からもたらされる域内通貨の安定、という目的がより重要となってくるだろう。

東アジアにおける共通通貨バスケットが企業にもたらすメリットとしては、以下が指摘される。

##### 1. 為替取引コストの削減



## 2. 域内通貨安定による為替リスクの削減

上記の役割について日系企業がどのような見解を持っているのかという質問について、第2節で行った為替リスク管理体制とインボイス通貨選択方針による分類（表2-5）を用いて分析してみた。まず、「為替取引コストの削減」については、ユーロ導入の場合と同様に、もし東アジアの共通バスケット通貨が決済通貨として使われるようになれば、取り扱う通貨の数そのものが少なくなることにより、取引コストが削減されることになるだろう。

図4-1. 為替取引コストの削減

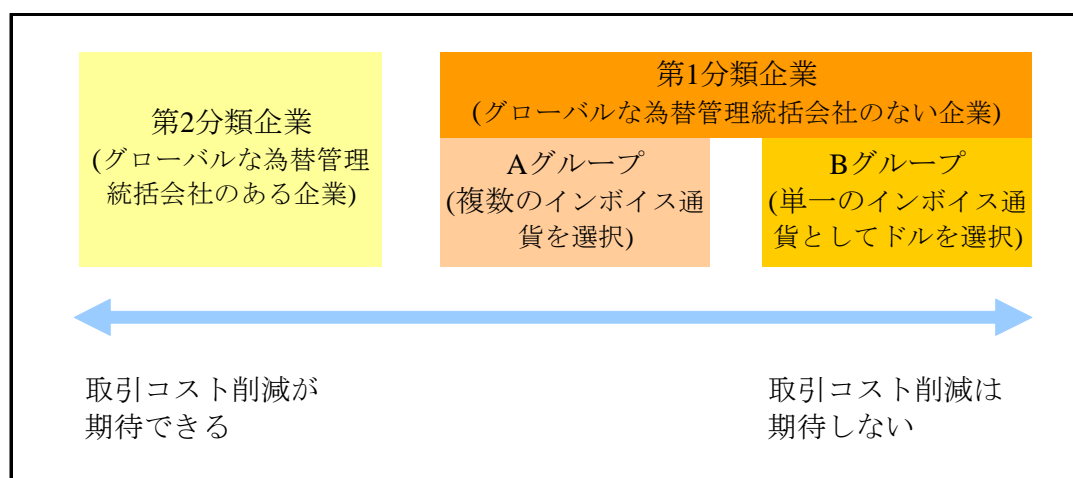


図4-1は、「為替取引コストの削減」という役割について、ケーススタディの結果をまとめたものである。これによると、第2分類企業、すなわちグローバルな為替管理統括会社のある企業は、東アジアで共通通貨の導入が実現すればユーロの場合と同様に取引コスト削減の恩恵を享受できる、と期待している。これは、第2節で指摘したように第2分類企業では多様なインボイス通貨を用いていることに起因すると考えられる。ただし、取引コストを削減するためには、バスケットの様な中間的な制度では不十分であり、東アジアの共通通貨バスケットがユーロのような単一通貨となり、決済機能を兼ね備えた実用的なものであることという条件がついている。現に欧州の場合でも、ユーロの前身である ECU が導入された当時は企業が ECU を決済通貨に使うことはなく、ユーロという単一通貨の段階になって始めて利用が進んだことが指摘される。

これ対して、第1分類企業（グローバルな為替管理統括会社のない企業）の中でも、さらにインボイス決済通貨をドルなどの主要通貨に一本化しているような企業にとっては、そもそもドルの決済通貨としての地位は変わらず、東アジアの共通通貨が果たす取引コスト削減という役割にはさほど期待していない、という結果が得られた。しかし、第1分類企業についても、アジア域内で分業生産されている製品の最終消費地が現在のように対米向けのみではなく、将来的にアジア域内でも販売される割合が高くなれば、バー

ソ円やウォン円といったアジア通貨対円クロスのニーズが必然的に生じることになり、共通通貨バスケットの役割がクローズアップされるだろう、と考えている。

さらに、どちらの企業においてもアジア現地法人の人件費や工場設備関連費用は現地通貨で賄われているため、中長期的な生産計画を立案するためにはアジア通貨対円の為替相場を考慮する必要がある。したがって、アジア共通通貨ができれば在アジア現地法人の生産計画が立案しやすくなること、また為替リスクを本社において一元管理することが可能になり、リスク・マネジメント上のコスト削減ができるという点で、有益であると考えている。

図 4-2. 域内通貨安定による為替リスクの削減

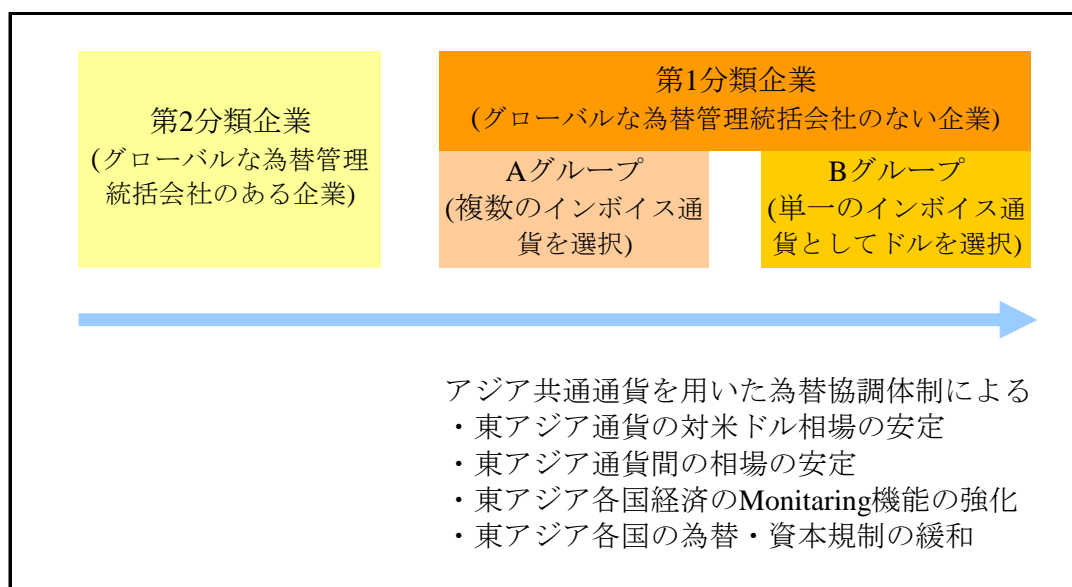


図 4-2 は、「域内通貨安定による為替リスクの削減」という役割について、ケーススタディの結果をまとめたものである。これによると、アジア通貨危機を経験した日系企業にとって、東アジア通貨の安定は重要な課題であるという意見が多く寄せられた。特に、第1分類企業の B グループに属するインボイス通貨の一本化を図る企業からは、アジア共通通貨を用いた為替協調体制を確立することにより、東アジア通貨の対ドル相場の安定を図るという期待が寄せられた。同様に、第1分類企業の A グループに属する複数のインボイス通貨がある企業からは、東アジア通貨間の相場の安定を望むという意見があった。さらに、東アジアの共通通貨バスケットを用いた経済サーベイランスを行うことによって、各国経済のモニタリングが強化され、東アジア経済の安定を期待するという意見や、現在実務取引に支障があるアジア通貨に対して為替・資本規制が緩和されることを期待するという意見もあった。

第1節で指摘したように、本社とアジアに展開する子会社間のインボイス通貨を現地

通貨建てではなくドルにしていると、日系企業の現地法人に現地通貨とドル間の為替リスクが残存してしまう傾向がある。これは、各企業が例えばドルに決済通貨を統一し、いかに効率的にネットティングやマリーを行って為替の取引コストを削減したとしても、最終的にドル対アジア通貨の為替リスクがなくなることはない、ということを意味している。したがって、為替リスク管理手法がどのように発達したとしても、為替相場の安定こそが企業にとって最も重要な課題なのである。

現在、東アジア諸国は、アメリカに対して大きな貿易黒字を記録している。中国、および東南アジア諸国の多くは、経常収支黒字と、直接投資による資本流入の多くは、介入により外貨準備の増加につながっている。このアメリカの経常収支赤字の維持可能性の問題は、IMFなどのフォーラムにおいて、「世界経済の不均衡」(Global Imbalances)として、議論されている。もし、この不均衡の解消の過程でドルが大幅に下落するようなことが起きた場合に、東アジアの通貨体制に協力関係がないと、例えばドルペッグを採用する通貨は他の東アジア通貨に対して必要以上に割安になり、一方でその他の通貨には過大な増価負担がかかることが予想される。域内貿易比率が50%程度と域内貿易依存度がヨーロッパと比肩する東アジア地域にとっては、域内の通貨間の為替レートの安定を、対ドルレートの安定と同程度に考えることが重要である。

日系企業が東アジアの通貨安定を期待する背景には、為替変動は生産ネットワークを構築する上で大きな支障となるが、域内の為替協調政策によって東アジア域内での為替リスクが小さくなれば、中長期的な生産・販売計画を立てやすくなること、世界の競合他社との価格競争が激化する中で、為替変動がない状況で純粋に原価勝負をしたい、というような経営戦略上のメリットを期待していることが今回のケーススタディでわかった。今回のケーススタディで、共通通貨バスケットを用いた東アジアの為替協調体制が東アジア通貨の安定をもたらすという期待が日系企業にとって高い、ということが確認できたことは、東アジアの共通通貨バスケット構想を提言している我々にとって大きな収穫であった。

## 結語

本論文は、日本企業の為替戦略というミクロ的な視点から「日本企業にとって東アジアの共通通貨バスケットに期待する有用性とは何か」という問題意識の下に行った日系企業ヒアリングを通じて、日本企業の輸出・輸入におけるインボイス通貨(建値通貨・決済通貨)の選択と貿易価格設定に関する実態をまとめたものである。具体的には、以下の論点を中心に日本企業の為替戦略を分析した。

第1に、日本企業をとりまく国際的貿易・分業環境の概観を行なうと共に、1998年の外為法改正が可能にした多国間に渡る貿易・決済取引における多様な為替取引の選択肢の下で、近年の日本企業が実際にどのような為替戦略を採用しているかを、主に日本

の主要な輸出企業である自動車メーカーと電機メーカーへのヒアリング調査を総括することによって明らかにした。近年の多くの主要輸出企業はグループ内取引におけるインボイス通貨の選択を通じて本社（日本）に為替リスクを集約させようとする為替戦略を採っており、海外の生産・販売拠点を可能な限り為替リスクから解放しようとする基本方針を持っている。しかし、こうした基本方針は、現地通貨がマイナーカレンシーである場合にはその達成が困難であり、特に日系企業が生産・販売拠点を拡大しているアジア地域でこうした傾向が顕著である。インボイス通貨をドルに統一しようとする傾向が存在する一方で、多様な通貨間の為替リスクをグローバルに集約するネットィングセンターとしての為替管理統括会社が複数の主要電機メーカーにおいて設置されている。

第2に、日本企業のインボイス通貨選択に関する現状と決定要因について、特に対東アジア貿易に焦点を当てながら、分析を行った。電機メーカーの場合はドル建て取引のウェイトが非常に高く、東アジア域内での活発な部品・中間財取引も、その多くがドル建ての取引である。最終的な輸出先としての米国（あるいは米系企業）のウェイトが大きいこと、また、外国為替市場でドルが最も取引される通貨であることが、ドル建て取引が大きい理由である。その傾向は特にグループ企業との貿易（企業内貿易）において顕著であることが明らかになった。他方、自動車メーカーの場合は、先進国市場向け輸出では現地通貨建て取引が行われているが、途上国向け輸出ではドル建て取引が中心である。ただし、複数の企業から、以前は東アジア向け輸出を円建てで行っていた、という回答を得た。また、東アジアでの生産拠点構築を強化し、域内での調達・販売ネットワークが拡大するのに伴い、ドル建て取引のウェイトが上昇している。さらに、グローバルに海外生産拠点を拡大している企業ほど、東アジア向け（あるいは域内）貿易でドル建て取引が主流となっている。日本の電機および自動車メーカーは東アジアでの生産ネットワークを近年急速に拡大してきたが、それは円建て取引を促進するよりも、むしろドル建て取引を拡大する結果となっていると結論できよう。

また、為替レートのパススルーについては、まず、ケーススタディから得られたパススルーに影響を与える要因を分析し、さらに、理論的にインボイス通貨選択とパススルーの関係を明らかにしたうえで、ケーススタディ結果から考えられるインボイス通貨選択とパススルーの関係についてまとめた。そこでは、主に、パススルーは輸出品のマーケットパワーに依存して決まる、価格変更を直接行うことは少なくモデルチェンジの機会を利用して為替の変化を価格に反映することが多い、などということがわかった。また、パススルーを実証的に計測するときの注意点や近年のパススルー低下の原因についてもいくつかのヒントが得られた。為替レートのパススルーに関する企業を対象としたヒアリングはほとんどこれまで行われおらず、貴重なケーススタディを得ることができたといえるだろう。

以上のような日系企業の為替戦略を前提とすると、東アジア諸国が今後ドルペッグ制からより柔軟な為替制度に向けて移行したとしても、ドルの基軸通貨としての優位性は

変わらず、決済通貨として使われ続けることが予想される。また、現時点では、実務的にはシンガポールドルや香港ドルを除く東アジア通貨を決済通貨としながら徹底した為替リスク管理を行うことは、流動性の面からも規制の面からも不可能であると判断する日系企業が多く、この状況を改善することは早々には難しいだろうと考えられる。このような状況において、日系企業が東アジアの共通通貨バスケットに期待することは、ユーロのような単一通貨となって為替の取引コストを削減するという役割よりも、むしろ共通通貨バスケットを用いた域内為替協調体制による東アジア通貨相場の安定であることがわかった。

今回の企業ヒアリングでは、東アジアに生産拠点を展開する日本の代表的な輸出企業から多大な協力を得た。しかし、日系企業全体からすると非常に小さいサンプル数であり、この結果が全ての日系企業の行動を表しているものではない。今後の課題としては、企業ヒアリングの範囲を拡大し、今回のケーススタディで得られた結論が一般的に妥当なものであったかどうかを検証したい。ここでの研究成果が、今後ますます流動的になる東アジアの為替制度に対して日系企業が為替戦略を考える上での一助となることを念願している。

## 参考文献

伊藤隆敏・小川英治・清水順子／編著（2007）『東アジア通貨バスケットの経済分析』（RIETI 政策研究シリーズ）、東洋経済新報社。

大井博之・大谷聡・代田豊一郎（2003）「貿易におけるインボイス通貨の決定についてー『円の国際化』へのインプリケーションー」『金融研究』22 巻 3 号、pp.91-130。

大野正智・福田慎一（2004）「貿易契約通貨決定のメカニズムー東アジアにおける『円の国際化』の視点から」ESRI Discussion Paper Series、No.86、内閣府総合研究所。

小川英治、1995、「並行通貨アプローチから見た基軸通貨の慣性」一橋論叢、114(5): pp.868-884。

河合正弘（1992）「円の国際化」伊藤隆敏編『国際金融の現状』有斐閣、pp.275-326。

佐々木百合（2000）「国際通貨としての円ー円の国際化とその影響ー」博士学位請求論

文、一橋大学商学研究科.

トーマツ (2007) 『外貨建取引の経理入門』 中央経済社.

Bacchetta, P. and E. van Wincoop (2002), “A Theory of the Currency Denomination of International Trade,” *NBER Working Paper Series #9039*, National Bureau of Economic Research, Cambridge: MA.

Betts, C. and M. B. Devereux (1996), “The Exchange Rate in a Model of Pricing-to- Market,” *European Economic Review* 40, 1007-1021.

Deutsche Bundesbank (1991), “The Significance of the Deutsche Mark as an Invoicing Currency in Foreign Trade,” *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, November, pp.40-44.

Devereux, M. B. and C. Engel (2001), “Endogenous Currency of Price Setting in a Dynamic Open Economy Model,” *NBER Working Paper*, No.8559.

Friberg, R. (1998), “In Which Currency Should Exporters Set their Prices?” *Journal of International Economics*, 45, pp. 59-76.

Fukuda, S. and J. Cong (1994), “On the Choice of Invoice Currency by Japanese Exporters: The PTM Approach,” *Journal of the Japanese and International Economies*, 8, pp.511-529.

Fukuda, S. and M. Ono (2005), “The Choice of Invoice Currency under Exchange Rate Uncertainty: Theory and Evidence from Korea,” *Journal of the Korean Economy*, vol. 6, No. 2, Fall: 161-193.

Giovannini, A. (1988), “Exchange Rates and Traded Goods Prices,” *Journal of International Economics*, 24, pp.45-68.

Goldberg, L. S. and C. Tille (2005), “Vehicle Currency Use in International Trade,” NBER Working Paper Series #11127, *National Bureau of Economic Research*, Cambridge: MA.

Ito, T. and K. Sato (2007), “Exchange Rate Pass-Through and Domestic Inflation: A Comparison between East Asia and Latin American Countries,” *RIETI Discussion Paper Series* 07-E-040.

- Ito, T. and K. Sato (2008), "Exchange Rate Changes and Inflation in Post-Crisis Asian Economies: VAR Analysis of the Exchange Rate Pass-Through," *Journal of Money, Credit, and Banking*, forthcoming.
- Kamps, A. (2006), "The Euro as Invoicing Currency in International Trade," *ECB Working Paper Series*, No.665.
- Kimura, F., Y. Takahashi and K. Hayakawa (2007), "Fragmentation and parts and components trade: Comparison between East Asia and Europe," *The North American Journal of Economics and Finance*, 18(1): 23-40.
- McKinnon, R. I. (1979), *Money in International Exchange: The Convertible Currency System*, Oxford: Oxford University Press.
- Ogawa, E. and J. Shimizu (2005), "A Deviation Measurement for Coordinated Exchange Rate Policies in East Asia," *RIETI Discussion Paper Series* 05-E-017
- Sato, K. (1999), "The International Use of the Japanese Yen; The Case of Japan's Trade with East Asia," *The World Economy*, 22(4), pp.547-584.
- Sato K. (2003), "Currency Invoicing in Japanese Exports to East Asia: Implications for the Yen Internationalization," *Asian Economic Journal* 17(2):129-154.
- Shioji, E. (2006), "Chinese Exchange Rate Regimes and the Optimal Basket Weights for the Rest of East Asia," *RIETI Discussion Paper Series* 06-E-024
- Tavlas, G. S. (1997), "The International Use of the U.S. Dollar: An Optimum Currency Area Perspective," *The World Economy*, 20(6), pp.709-747.
- Tavlas, G. S. and Y. Ozeki (1992), "The Internationalization of Currencies: An Appraisal of the Japanese Yen," *IMF Occasional Paper*, 90, (Washington, D.C.: International Monetary Fund).
- Taylor, J. B. (2000), "Low Inflation, Pass-Through, and the Pricing Power of Firms" *European Economic Review*, June volume 44 issue 7 pp. 1389-1408.